



بين النظرية والتطبيق

تأليف
دكتور أشرف محمد دوابه

دار السلام
للطباعة والنشر والتوزيع والترجمة


رفع
عبد الرحمن النجدي
أسكنه الله الفردوس
www.moswarat.com

الصكوك الإسلامية

بين النظرية والتطبيق

تأليف
دكتور أشرف محمد دوابه

دار السلام
للطباعة والنشر والتوزيع والترجمة

الطبعة الأولى
١٤٣٠ هـ - ٢٠٠٩ م

بطاقة فهرسة
فهرسة أثناء النشر إعداد الهيئة المصرية العامة لدار الكتب والوثائق القومية - إدارة الشؤون الفنية

دوابه ، أشرف محمد .
الصكوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق / أشرف محمد دوابه . - ط ١ - القاهرة : دار السلام للطباعة والنشر والتوزيع والترجمة ، ٢٠٠٩م .
١٦٨ ص ؛ ٢٠سم .
تدمك ٥ ٧٧٩ ٣٤٢ ٩٧٧ ٩٧٨
١ - الصكوك .
أ - العنوان .
٣٥٢,٨٤

دار السلام
للطباعة والنشر والتوزيع والترجمة
ش.م.م

تأسست الدار عام ١٩٧٣م وحصلت على جائزة أفضل ناشر للتراث لثلاثة أعوام متتالية ١٩٩٩م ، ٢٠٠٠م ، ٢٠٠١م هي عشر الجائزة تتويجًا لعقد ثالث مضى في صناعة النشر

جمهورية مصر العربية - القاهرة - الإسكندرية
الإدارة : القاهرة : ١٩ شارع عمر لطفي موازٍ لشارع عباس العقاد خلف مكتب مصر للطيران عند الحديقة الدولية وأمام مسجد الشهيد عمرو الشربيني - مدينة نصر
هاتف : ٢٢٧٠٤٢٨٠ - ٢٢٧٤١٥٧٨ (٢٠٢ +) فاكس : ٢٢٧٤١٧٥٠ (٢٠٢ +)
المكتبة : فرع الأزهر : ١٢٠ شارع الأزهر الرئيسي - هاتف : ٢٥٩٣٢٨٢٠ (٢٠٢ +)
المكتبة : فرع مدينة نصر : ١ شارع الحسن بن علي متفرع من شارع علي أمين امتداد شارع مصطفى النحاس - مدينة نصر - هاتف : ٢٤٠٥٤٦٤٢ (٢٠٢ +)
المكتبة : فرع الإسكندرية : ١٢٧ شارع الإسكندر الأكبر - الشاطبي بجوار جمعية الشبان المسلمين
هاتف : ٥٩٣٢٢٠٥ فاكس : ٥٩٣٢٢٠٤ (٢٠٣ +)
بريديًا : القاهرة : ص.ب ١٦١ الغورية - الرمز البريدي ١١٦٣٩
البريد الإلكتروني : info@dar-alsalam.com
موقعنا على الإنترنت : www.dar-alsalam.com

بسم الله الرحمن الرحيم

فهرس المحتويات

* * *

إهداء

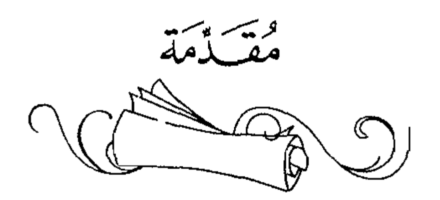
إلى والـــدي (رحمه اللّـه)

ووالـــدتـــي وإخـــوتي

(حفظهم اللّـه)



مُقَدِّمَة



بسم اللَّـه، والحمد للَّـه، والصلاة والسلام على رسول اللَّـه ... وبعد:

تعد الصكوك الإسلامية من أبرز منتجات الصناعة المالية الإسلامية، وقد أصبحت تلك الصكوك واقعًا فرض نفسه في الساحة المالية العالمية، حتى ولت العديد من المؤسسات الإسلامية وغير الإسلامية وجهها إليها؛ لقدرتها على توفير الموارد التمويلية اللازمة للاستثمارات، فضلًا عن المواءمة بين المعضلات الثلاث: الربحية، والسيولة، والأمان من المخاطر.

وقد ظهر الاهتمام بالصكوك الإسلامية واضحًا جليًّا من خلال إطلاق مؤشرات (**Index**) للصكوك الإسلامية، وإصدار جملة من الأنظمة والتشريعات المنظِّمة للتصكيك وما يتعلق به في بعض الدول الإسلامية. فقد أطلقت سيتي جروب وداو جونز أول مؤشر عالمي للصكوك الإسلامية، وذلك خلال المنتدى المالي الإسلامي العالمي (٢٠٠٦م)، كما أصدرت هيئة الأوراق المالية والسِّلع في الإمارات العربية المتحدة في العام (٢٠٠٥م) لائحة « إدراج الصكوك الإسلامية »، وأصدرت هيئة السوق المالية بماليزيا في العام (٢٠٠٤م) ضوابط طرح الصكوك

الإسلامية (Guidelines On The Offering of Islamic Securities).

وقد شهدت الصكوك الإسلامية نموًّا استثنائيًّا في السنوات الست الأخيرة حتى أصبحت الشريحة الأسرع نموًّا في سوق التمويل الإسلامي؛ حيث بلغت أحجام الإصدارات العالمية من الصكوك الإسلامية في نهاية العام (٢٠٠٧م) مبلغ ٩٧,٣ مليار دولار، جاءت غالبيتها من ماليزيا والخليج العربي.

وازداد حجم الإصدار الكلي للصكوك في أوروبا والشرق الأوسط وإفريقيا وأسيا بنسبة ٧١ في المائة، ليبلغ ٣٢,٦٥ مليار دولار عام (٢٠٠٧م) مقارنة بعام (٢٠٠٦م)، وارتفع عدد إصدارات الصكوك من ١٠٩ عام (٢٠٠٦م) إلى ١١٩ عام (٢٠٠٧م)، بينما زاد متوسط حجم الصفقات من ١٧٥ مليون دولار عام (٢٠٠٦م) إلى ٢٦٩,٨ مليار دولار عام (٢٠٠٧م)، حيث تم إصدار الحصة الأكبر من الصكوك في قطاع الخدمات المالية، وبلغت ٣١ في المائة من الحجم الإجمالي، تلتها العقارات بنسبة ٢٥ في المائة، والطاقة والخدمات بنسبة ١٢ في المائة.

وفي الوقت نفسه عززت صكوك المشاركة مركزها كبنية الصكوك المهيمنة من ناحية حجم الإصدار، بإصدارات بلغت ١٢,٩ مليار دولار، تلتها صكوك الإجارة بإصدارات بلغت ١٠,١٣ مليار دولار، لكن صفقات صكوك الإجارة المصدرة وصلت إلى (٥٤) مقارنة بـ (٢٢) إصدارًا لصكوك المشاركة.

ومن المرجح أن تكتسب الصكوك السيادية رواجًا مع إصدارات من اليابان، وتايلاند، والمملكة المتحدة[١].

والصكوك الإسلامية المصدرة لم تقتصر على مؤسسات الأعمال فقط؛ بل امتدت لتشمل الحكومات، فعلى سبيل المثال قامت كلٌّ من ماليزيا والسودان بإصدار صكوك لتمويل الخزانة العامة، ولم يقتصر إصدار الصكوك على الدول العربية والإسلامية فقط، بل امتد إلى بعض البلدان الغربية، فعلى سبيل المثال قامتْ ولاية ساكسوني- أنهالت (Saxony Anhalt) الألمانية بإصدار أول صكوك إسلامية في بلد غير مسلم في عام (٢٠٠٤ م) بقيمة ١٠٠ مليون يورو[٢].

كما صدر العديد من الصكوك الإسلامية لشركات متعددة في المملكة المتحدة والولايات المتحدة الأمريكية خلال السنوات الأخيرة. وبالمثل، أصدر البنك الدولي في عام (٢٠٠٥م) أول صكوك إسلامية مقومة بعملة محلية قيمتها ٧٦٠ مليون رينغيت ماليزي (٢٠٠ مليون دولار أمريكي)، ومن المتوقع أن يزداد التوسع في سوق الصكوك الإسلامية مع ارتفاع الطلب، وتوحيد معايير الأوراق المالية الإسلامية ليصل الحجم المتوقع لسوق الصكوك الإسلامية إلى أكثر من ١٥٠

---

(١) انظر: تقرير مراجعة (٢٠٠٧م) والنظرة المستقبلية لعام (٢٠٠٨م)، التمويل الإسلامي، شركة موديز للتصنيفات الائتمانية العالمية، فبراير (٢٠٠٨م).

(٢) Juan Sole, Introducing Islamic Bank into Conventional Banking Systems, IMF Working Paper, WP/07/175, P8.

مليار دولار أمريكي في العام (٢٠١٠م)[1]. وكل هذا يعكس مدى التوجه العالمي نحو الصكوك الإسلامية، التي يقوم منهج عملها على المشاركة في الغنم والغرم.

وفي هذا الإطار يأتي هذا الكتاب ليتناول الصكوك الإسلامية من حيث مفهومها، وخصائصها، وأهدافها، وأهميتها، وأنواعها، ونماذجها، وآليات إصدارها وتداولها، وآليات توزيع أرباحها وخسائرها، وإطفائها، وإدارة مخاطرها، والمعالجة الزكوية والمحاسبية لها، والرقابة المالية والشرعية عليها.

والله تعالى من وراء القصد، وهو سبحانه الموفق والمستعان، وآخر دعوانا أن الحمد لله رب العالمين.

تحريرًا في: يوم الاثنين ١٢ ربيع الأول ١٤٣٠هـ/ الموافق ٩ مارس ٢٠٠٩م.

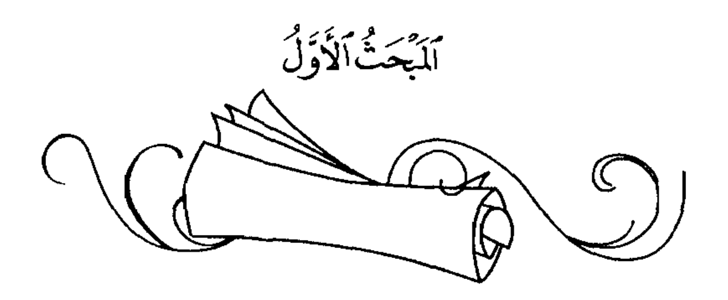
د/ أشْرَف مُحَمَّد دَوَابه

* * *

---

(١) انظر: آندي جوبست، وآخرون، الأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة، التمويل الإسلامي يشهد توسعًا سريعًا، نشرة صندوق النقد الدولي ، إدارة النظم المالية وأسواق رأس المال بصندوق النقد الدولي، ١٩ سبتمبر (٢٠٠٧م)، (ص٥).

المَبْحَثُ الأَوَّلُ



مفهوم الصكوك الإسلامية

أولًا: مفهوم الصكوك لغة:

الصكوك لغة: جمع صك وصكوك وأصك وصكاك، وصكه ضربه، ومنه قوله تعالى: ﴿فَصَكَّتْ وَجْهَهَا﴾[الذاريات: ٢٩]، والصك: كتاب، وهو فارسي معرب، أصله جك، ومن معانيه وثيقة اعتراف بالمال المقبوض، أو وثيقة حق في ملك ونحوه. وكانت الأرزاق تسمى صكاكًا؛ لأنها تخرج مكتوبة، فالصك هو الورقة، والمراد هنا الورقة التي تخرج من ولي الأمر بالرزق لمستحقه بأن يكتب فيها للإنسان كذا وكذا من طعام أو غيره[1].

ويرجع أصل كلمة صك في الاستعمال إلى أن الأمراء كانوا يكتبون للناس بأرزاقهم وأعطياتهم كتبًا، فيبيعون ما فيها قبل

(١) انظر: الرازي، مختار الصحاح، دار الكتاب العربي، بيروت، لبنان، (ص ٣٦٧). ابن منظور، لسان العرب، (١٠/ ٤٥٧)، جبران مسعود، الرائد، دار العلم للملايين، بيروت، لبنان، الطبعة الأولى، (٢٠٠٣م)، (ص ٥٥١)، النووي، شرح النووي على صحيح مسلم، دار إحياء التراث العربي، بيروت، الطبعة. الثانية، (١٣٩٢هـ)، (١٠/ ١٧١).

قبضها تعجلًا، ويعطون المشتري الصك ويقبضه، وقد نهي عن ذلك؛ لأنه بيع ما لم يقبض[١]. فعن مالك ﷺ: « أنه بلغه أن صكوكًا خرجت للناس في زمان مروان بن الحكم من طعام الجار فتبايع الناس تلك الصكوك بينهم قبل أن يستوفوها، فدخل زيد بن حارثة، ورجل من أصحاب النبي ﷺ على مروان بن الحكم فقالا: أتحل بيع الربا يا مروان ؟ فقال: أعوذ بالله وما ذلك؟ فقالا: هذه الصكوك تبايعها الناس ثم باعوها قبل أن يستوفوها، فبعث مروان بن الحكم الحرس يتبعونها فينزعونها من أيدي الناس ويردونها إلى أهلها »[٢].

فالصك يطلق في الأصل على ما يكتب فيه من الورق ونحوه من حقوق، لكنه يستعمل مجازًا في الحقوق أو الديون الثابتة، وبهذا يتضمن التصرف فى الصك كورقة، تصرفًا فيما يحتويه من حق أو دين[٣].

وقد شهد واقعنا المعاصر ما يعرف بالصكوك الاستثمارية التي

---

(١) انظر: الفيومي، المصباح المنير، دار الكتب العلمية، بيروت، (١٩٩٤م)، (١/ ١٧٣). د. أحمد الشرباصي ، المعجم الاقتصادي الإسلامي، دار الجيل، بيروت، (١٤٠١هـ)، (ص ٢٥٥، ٢٥٦). المعجم الوجيز لمجمع اللغة العربية، وزارة التربية والتعليم، مصر، (١٩٩٤م)، (ص ٣٦٧). البغوي، شرح السنة، دار الكتب العلمية، بيروت، الطبعة الأولى، (١٤١٢هـ)، (١/ ٢٣٢).

(٢) مالك بن أنس، الموطأ، تحقيق: محمد فؤاد عبد الباقي، دار إحياء الكتب العربية، عيسى البابي الحلبي وشركاه، (١٣٧٠هـ)، (٢/ ٦٤١).

(٣) انظر: ابن رجب الحنبلي، القواعد، مكتبة الكليات الأزهرية، القاهرة، الطبعة الأولى، (١٣٩١هـ)، (ص ٨٤).

تنتج عن عملية تعرف بالتصكيك أو التورق أو التسنيد لأغراض الاستثمار، حيث يتم تقسيم الموجودات من الأعيان والمنافع أو هما معًا إلى وحدات متساوية القيمة، وإصدار صكوك بقيمتها.

ثانيًا: مفهوم الصكوك الإسلامية اصطلاحًا:

الصك في الاصطلاح هو ورقة مالية، والورقة المالية تطلق على الأسهم والسندات، وكل صك أو مستند له قيمة مالية[١].

وتعرف الورقة المالية أيضًا بأنها في الظاهر ورقة مطبوعة عليها بيانات منها اسم مصدرها وقيمتها الاسمية، ولكنها في الجوهر عبارة عن حق والتزام. فلصاحبها حق في الحصول على ما تغله من دخل، وعلى مالها من قيمة في نهاية مدتها، هي على مصدرها التزام بدفع ذلك الدخل وتلك القيمة[٢].

ففي دنيا المال والاقتصاد يرادف مصطلح الصك أو الصكوك مصطلح السند أو السندات، والمقصود بذلك كله الأوراق التي يعتمد عليها لحماية حق ثابت فيها من السقوط[٣].

فالصك يشمل السهم والسند وكل مستند له قيمة، والسهم

---

(١) الموسوعة العلمية والعملية للبنوك الإسلامية، الاتحاد الدولي للبنوك الإسلامية، الطبعة الأولى، (١٣٩٨هـ)، (٢/ ٢٤١).

(٢) الأساتذة المصريين والعرب، معجم العلوم الاجتماعية، تصحيح: إبراهيم مدكور، الهيئة المصرية العامة للكتاب، (١٩٧٥م)، (ص ٣٢٥).

(٣) عبد الستار علي قطان، صكوك التمويل الإسلامية، ضوابط شرعية وقضايا تطبيقية، مجلة النور، بيت التمويل الكويتي، العدد (١٩٦)، جمادى الآخرة (١٤٢٢هـ)، أغسطس (٢٠٠١م)، (ص ١٨، ١٩).

يمثل حصة رأس مال الشركة، والسند دين على الشركة، والسهم يستحق أرباحًا من الشركة، ونصيبًا من موجوداتها؛ بينما السند لا يستحق سوى فائدة محرمة شرعًا.

والفقهاء المعاصرون فضلوا استعمال لفظ الصكوك عن لفظ السندات، وأطلقوها – أي الصكوك – على الأدوات الاستثمارية التي تمثل ملكية أعيان (أصول) أو ملكية منافع أو كلتيهما معًا، يراعى فيها الأحكام الشرعية، ويبعد عنها العناصر الربوية، وميزوا بينها وبين السندات التي تمثل مديونية المقرض، فكان هذا الإطلاق محاولة للتفريق بينها وبين السندات التقليدية الربوية[١].

وأطلقت المعايير الشرعية لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية على الصكوك الإسلامية اسم (صكوك الاستثمار)؛ تمييزًا لها عن الأسهم وسندات القرض، وعرفتها بأنها: وثائق متساوية القيمة تمثل حصصًا شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في ملكية موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب وبدء استخدامها فيما أصدرت من أجله[٢].

وعرفها مجمع الفقه الإسلامي الدولي في قراره بشأن سندات

---

(١) المرجع السابق، (ص ٢٠).

(٢) انظر: المعايير الشرعية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المنامة، (٢٠٠٧م)، معيار رقم (١٧)، (ص ٢٨٨).

المقارضة بأنها: أداة استثمارية تقوم على تجزئة رأس المال إلى حصص متساوية؛ وذلك بإصدار صكوك مالية برأس المال على أساس وحدات متساوية القيمة، ومسجلة بأسماء أصحابها باعتبارهم يملكون حصصًا شائعة في رأس المال وما يتحول إليه بنسبة ملكية كل منهم فيه[١].

وعرفها مجلس الخدمات المالية الإسلامية بأنها: حق ملكية نسبة مئوية شائعة في موجودات عينية، أو مجموعة مختلطة من الموجودات، أو في موجودات مشروع محدد أو نشاط استثماري[٢].

كما عرفها البعض بما يلي:

- الصكوك الاستثمارية الإسلامية هي وثائق تمثل حصصًا شائعة متساوية القيمة في ملكية موجودات مشروع استثماري قد تكون أعيانًا أو منافع أو خدمات تصدر وفق صيغ التمويل الإسلامية، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك، وقفل باب الاكتتاب وبدء استخدامها فيما أصدرت من أجله في إطار القواعد المالية الإسلامية[٣].

---

(١) انظر: مجلة مجمع الفقه الإسلامي، منظمة المؤتمر الإسلامي، جدة، الدورة الرابعة، القرار الخامس، العدد الرابع (١٤٠٨هـ/ ١٩٨٨م)، المجلد الثالث، (ص ٢١٥٩).

(٢) مسودة مشروع متطلبات كفاية رأس المال لتصكيك الصكوك والاستثمارات العقارية، مجلس الخدمات المالية الإسلامية، ديسمبر (٢٠٠٧م)، (ص ٣).

(٣) أحمد إسحاق الأمين حامد، الصكوك الاستثمارية الإسلامية وعلاج مخاطرها، رسالة ماجستير، جامعة اليرموك، (١٤٢٦هـ)، تشرين الثاني (٢٠٠٥م)، (ص ٢٦).

- الصك هو وثيقة مكتوبة بشكل رسمي أو عرفي تتضمن حقًّا ماليًّا لشخص على آخر، فهي كلمة تشمل بإطلاقها الأوراق المالية كالأسهم، والتجارية كالشيكات، والعقدية كسندات النقل، وغيرها من كل ما يثبت حقًّا ماليًّا، ويكون قابلًا للتداول والتحويل للغير، والإضافة هي التي تحدد المراد[١].

- الصك ورقة مالية ذات قيمة نقدية معينة تصدرها الشركة الإسلامية؛ كالتزام عليها تجاه كل من يسدد لها قيمتها نقدًا، وتتعهد بتسديدها والوفاء بكافة حقوقها، وفق ما هو منصوص عليه في هذه الورقة[٢].

- الصكوك عبارة عن أدوات ملكية؛ ولكن قصيرة الأجل صممت لتلبية احتياجات المتعاملين فيها من الجمهور والمؤسسات[٣].

- الصكوك أوراق مالية قابلة للتداول تثبت ملكية حاملها

---

(١) د. محمد أحمد الزرقا، أحكام صكوك الاستثمار في شركات توظيف « تلقي » الأموال طبقًا للقانون رقم (١٤٦ لسنة ١٩٨٨م) دراسة مقارنة بالشريعة الإسلامية، مطبعة السعادة، القاهرة، الطبعة الأولى، (ص ٥٠).

(٢) انظر: الصكوك الإسلامية التي تصدرها الشركة الإسلامية للاستثمار الخليجي (المحدودة).

(٣) انظر: د. نادية أمين محمد علي، صكوك الاستثمار الشرعية خصائصها وأنواعها، بحث مقدم لمؤتمر المؤسسات المالية الإسلامية، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات، مايو (٢٠٠٥م)، (ص ٩٨٤). قتيبة العاني، صكوك المضاربة الإسلامية، بحث مقدم لمؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات آفاق وتحديات، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات، مارس (٢٠٠٧م)، (ص ١٧٥٧).

لأصل مولد لدخل دوري، وتتسم بأنها ذات مخاطر متدنية وإيراد قابل للتوقع. ولا يضمن مصدر الورقة رأس مالها (القيمة الاسمية) ولا العائد إلا في حالة التعدي والتفريط... والصك يشبه السهم من حيث كونه يمثل ملكية أصول مولدة لدخل، ويختلف عنه من ناحية أن المخاطر فيه متدنية، وأن العائد قابل للتوقع مثل أن يكون ناتجًا من عقد إيجار لمدة طويلة ونحو ذلك[١].

ومن خلال هذه التعاريف نجد أنها تدور حول معنى واحد، إلا أن اتجاه بعض التعاريف إلى قصر الصكوك على أنها أدوات ملكية قصيرة الأجل، هو أمر لا يتفق وطبيعة الصكوك، فقد تكون الصكوك قصيرة الأجل كما قد تكون متوسطة أو طويلة الأجل. كما أن قصر الصكوك على أنها تولد دخل دوري، وأنها ذات مخاطر متدنية، وأن عائدها قابل للتوقع ليس في محله فقد تكون الصكوك ذات دخل دوري أو عائد رأسمالي أو كليهما. كما قد تكون الصكوك متدنية أو متوسطة أو عالية المخاطر. كما قد يكون عائدها قابلٍ للتوقع أو غير قابل لذلك؛ وفقًا لطبيعة نشاطها الاستثماري.

ويمكن القول أن صكوك الاستثمار هي وثائق متساوية القيمة

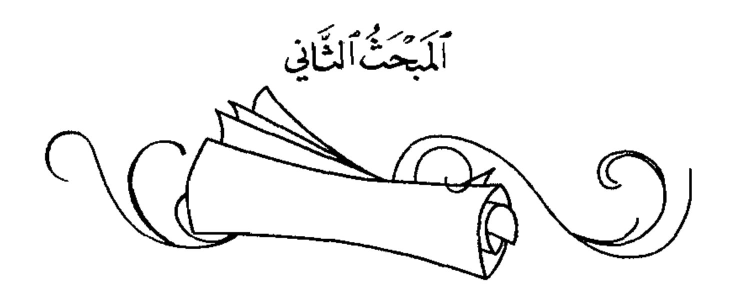
---

(١) د. محمد بن علي القري، كيف تتوافق الصكوك مع أحكام الشريعة الإسلامية، ورقة مقدمة إلى المؤتمر السابع للهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، البحرين، (٢٢ - ٢٣ جمادى الأولى ١٤٢٩هـ)، (٢٧ - ٢٨ مايو ٢٠٠٨م)، (ص ٣).

تمثل حصصًا شائعة ومتساوية في موجودات معينة ومباحة شرعًا، تصدر وفق صيغ التمويل الإسلامية، وعلى أساس المشاركة في الغنم والغرم، والالتزام بالضوابط الشرعية.

* * *

المَبْحَثُ الثَّانِي



خصائص وأهداف وأهمية الصكوك الإسلامية

أولًا: خصائص الصكوك الإسلامية:

بناءً على المفهوم الاصطلاحي للصكوك الإسلامية يمكن القول أن أهم خصائص الصكوك الإسلامية تتمثل في الآتي:

١- تمثل وثائق متساوية القيمة:

تصدر الصكوك الإسلامية باسم مالكها أو لحاملها، بفئات متساوية القيمة لإثبات حق مالكها فيما تمثله من حقوق والتزامات مالية[١].

ويشبه الصك الاستثماري في ذلك السهم الذي يصدر بفئات متساوية، ويمثل حصة شائعة في صافي أصول الشركة المساهمة، كما أنه يلتقي في ذلك مع السندات التي تمثل ديونًا في ذمة مصدرها، وتصدر بفئات متساوية[٢].

---

(١) انظر: المعايير الشرعية لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، مرجع سابق، معيار رقم (١٧)، (ص ٢٩١).

(٢) د. حسين حامد حسان، صكوك الاستثمار، بحث مقدم لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، البحرين، (١٤٢٤ م)، (ص ٦).

٢- تمثل ملكية حصص شائعة في موجودات:

تمثل الصكوك الإسلامية حصة شائعة في ملكية موجودات مخصصة للاستثمار أعيانًا أو منافع أو خدمات أو خليطًا منها ومن الحقوق المعنوية والديون والنقود، ولها دخل ولا تمثل دينًا في ذمة مصدرها لحاملها[١].

وهذه الخصيصة تميزها عن السندات التي تمثل قروضًا (مبالغ نقدية) يقدمها حملتها. وبعبارة أخرى؛ فإن حامل الصك له ملكية متعلقة بحصة في الموجودات، وليس في العائد فقط[٢]. وتتفق الصكوك مع الأسهم في هذه الخاصية.

٣- تقوم على المشاركة في الغنم والغرم:

إن مقتضى المشاركات التي يقوم عليها مبدأ إصدار الصكوك من حيث العلاقة بين المشتركين فيها هو الاشتراك في الربح والخسارة بصرف النظر عن صيغة الاستثمار المعمول بها في تنمية الموجودات الممثلة بالوحدات الاستثمارية من متاجرة أو إجارة أو غيرهما. ومع أن بعض الاتجاهات الفقهية لا ترى بأسًا في تفاوت حصص الربح عن حصص الملكية (بخلاف الخسارة

---

(١) انظر، المعايير الشرعية لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، مرجع سابق، معيار رقم (١٧)، (ص ٢٩١). د. عبد الستار أبو غدة، إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية، بحث مقدم للملتقى السنوي الإسلامي السابع، الأكاديمية العربية للعلوم المصرفية، عمان، الأردن، سبتمبر (٢٠٠٤م)، (ص ٥).

(٢) المرجع السابق، (ص ٥).

المتفق على وجوب تطابقها مع الملكية)؛ فإن المتبع هو التطابق بين نسبة الربح ونسبة الملكية[١]. فمالكوها يشاركون في غنمها حسب الاتفاق المبين في نشرة الإصدار، ويتحملون غرمها بنسبة ما يملكه كل منهم[٢]. وفقًا لقاعدة « الغنم بالغرم »، أو « الخراج بالضمان ».

ويتحمل حامل الصك الأعباء، والتبعات المترتبة على ملكيته الموجودات الممثلة في الصك. سواء كانت الأعباء مصاريف استثمارية أو الهبوط في القيمة... إلخ، فإنها تحمل على مالكي الصكوك. وليس على المستفيد من الموجودات التي يمثلها الصك إلا إذا كانت المصاريف تشغيلية أو دورية منضبطة؛ فإنها يمكن اشتراطها على المستفيد من تلك الموجودات ويظل حامل الصك ملتزمًا بالأعباء المتعلقة بالصيانة الأساسية. أمَّا الضرائب فإذا كانت تتعلق بالملكية؛ فهي أيضًا على حامل الصك مالك الموجودات. وما عداها يتحمله مستخدم تلك الموجودات ... وينتفي كذلك الضمان مع كلٍّ من المضاربة أو الوكالة أو الشركة وهي الصيغ التي تدار بها الصكوك غالبًا. فلا يتحمل المصدر الخسارة ولا يضمن رأس مال حامل الصك؛ لأن ذلك يحول العملية إلى رِبًا؛ حيث يحصل حامل الصك على ربح لما ليس ضامنًا له وقد نهى النبي ﷺ عن ربح ما لم يضمن. وكذلك الحال في بقية

---

(١) المرجع السابق، (ص٦).

(٢) انظر: المعايير الشرعية لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، مرجع سابق، معيار رقم (١٧)، (ص ٢٩١).

المشاركين حملة الصكوك لا يضمن أحدهم غيره. ولذا كانت الأسهم الممتازة وكذلك الوحدات الممتازة أو الصكوك الممتازة - إن وجدت - ممنوعة شرعًا؛ لأنها تقوم على أساس ضمان بقية حملة الأسهم أو الوحدات أو الصكوك لحاملي الممتازة منها[1].

٤- تصدر وتتداول وفقًا لضوابط شرعية:

تخضع الصكوك الإسلامية لضوابط شرعية عامة وخاصة، أمَّا الضوابط العامة؛ فلا ينبغي أن تتعامل هذه الصكوك في محرم سواء أكان محرم لعينه من خلال التعامل في أنشطة محرمة؛ كالخمور والخنزير ونحوها أو محرم لكسبه من خلال التعامل بالربا والنجش والغش والتدليس والخديعة والقمار ونحو ذلك.

وأمَّا الضوابط الخاصة؛ فإن الصكوك الإسلامية تصدر على أساس عقود شرعية وفقًا لصيغ التمويل الإسلامية من مشاركة ومضاربة ومرابحة وغيرها، بضوابط تنظم إصدارها وتداولها.

وتختلف أحكام الصك تبعًا لاختلاف العقد أو الصيغ الاستثمارية التي صدر الصك على أساسها... ويخضع تداول الصكوك الإسلامية للشروط الشرعية المتعلقة بطبيعة الموجودات التي تمثلها عند التداول؛ فإذا كانت أعيانًا ومنافع، فإنها تتداول حسب الاتفاق من حيث السعر أو التأجيل، وكذلك لو اختلطت بها ديون ونقود تابعة للأعيان والمنافع، أما لو كانت ديونًا فقط

---

(١) انظر: د. عبد الستار أبو غدة، إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية، مرجع سابق، (ص ٦، ٧) (بتصرف).

كصكوك المرابحة أو السلم، فلا تتداول إلا بشروط الديون. أو كانت نقودًا فقط فلا تتداول إلا بشروط صرف العملات[١].

وهذه الخاصية تتميز بها الصكوك الإسلامية عن الأوراق المالية التقليدية التي لا تتحاكم إلى أي ضوابط شرعية؛ فلا فرق عندها بين الحلال والحرام، ولا مكان فيها للالتزام بضوابط الشريعة في التداول أو الإصدار.

ثانيًا: أوجه المقارنة بين الصكوك الإسلامية والأسهم والسندات:

بمقارنة خصائص الصكوك الإسلامية بالأسهم، نجد أن الأسهم تصدر بصيغة واحدة هي صيغة المشاركة، بينما الصكوك الإسلامية تصدر بصيغ التمويل الإسلامية المتعددة من مشاركة ومضاربة ومرابحة... إلخ؛ وبذلك تعد الأسهم الملتزمة بالضوابط الشرعية نوعًا من الصكوك الإسلامية.

وبمقارنة الصكوك الإسلامية بالسندات التقليدية « يتبين أن هذه الأخيرة لا يتحمل حاملها أي خسارة تلحق بالأصول التي تملكها الجهة المصدرة، وأنها تمثل حصة في التمويل النقدي على أساس الربا. وأن تداول السند لا يستلزم نقل حصة من ملكية تلك الأصول (التي تصبح حقًّا خالصًا للجهة المصدرة)؛ بل ينتقل المبلغ النقدي. وأن مدة السندات لا ترتبط بالمشروع الممول من مبالغ الاكتتاب. فقد تزيد المدة عن مدة المشروع

---

(١) انظر: المرجع السابق، (ص ٧) (بتصرف).

أو تنقص عنه لعدم ارتباطها به ولا تراعي أي ضوابط شرعية في إصدارها أو إدارتها أو تداولها.

والجدير بالذكر أن هناك صعيدًا مشتركًا بين الصكوك الإسلامية والسندات التقليدية فيما يتعلق بالأمور التنظيمية والإجرائية والأطراف التي يتطلبها الإصدار والإدارة. والبيانات المتعلقة برأس مال الإصدار، ومدة الإصدار، ووكيل الدفع، والمتعهد بالاسترداد وأمين الاستثمار والسوق الثانوية والتسويق، والدور المنوط عليها للجهات الرقابية والإشرافية... إلخ. **ومع هذا التماثل أو التقارب في العملية التنظيمية للصكوك والسندات؛ فإن التكييف لبعض الخطوات أو المراحل يختلف وتختلف آثاره:**

١- فالاكتتاب من المستثمرين في الصكوك الإسلامية يحدث بينهم مشاركة تتم بصورة تراكمية؛ في حين أن الاكتتاب في السندات لا تترتب عليه أي مشاركة بينهم. بل تكون هنا دائنية متوازية لعدم ارتباط حملتها بالمشروع (الوعاء المشترك الذي تمثله الصكوك)، كل ما في الأمر أنهم قد ينتظمون عند الحاجة في جهة تمثل حقوق الدائنين على مصدري السندات.

٢- في الصكوك إذا لم تتم تغطية الإصدار، أو المقدار الضروري منه لإيجاد المشروع لا يتم الإصدار، ويرد للمكتتبين ما دفعوه في حين أن الاكتتاب في السندات – رغم وضع سقف له – لا ارتباط له بمشروع معين، ويمكن توفير المبالغ من قروض ربوية منفصلة، ومن هنا تنشأ المخاطر الائتمانية المباشرة بين حملة الصكوك ومصدريها.

٣- يجب تقديم معلومات كافية عن الموجودات أو المشاريع التي تمثلها الصكوك. وقد تقدم بيانات في السندات لكن الغرض منها طمأنة حملتها على التدفقات النقدية الكفيلة بدفع العوائد، وإطفاء السندات فضلًا عن التوصل على جذب مدخرات المودعين.

٤- التداول في الصكوك مختلف تمامًا عنه في السندات؛ فالتداول في الصكوك بيع حامل الصك حصته في الموجودات إلى حامل الصك الجديد. أمَّا في السندات فهو خصم للدين المترتب لحامله في ذمة الجهة المصدرة [(١)].

ثالثًا: أهداف الصكوك الإسلامية:

تتمثل أهداف الصكوك الإسلامية في هدفين رئيسيين [(٢)]:

الأول: الحصول على السيولة اللازمة لتوسيع قاعدة المشروع وتطويره، وذلك من خلال « التصكيك »: وهو الإجراء الذي يتم بموجبه تحويل الأصول المالية للحكومات أو الشركات إلى وحدات تتمثل في الصكوك، وعرضها في السوق لجذب مدخرات لتمويل المشروعات طويلة الأجل.

الثاني: جمع رأس مال تمويل إنشاء مشروع استثماري من خلال تعبئة موارده من المستثمرين؛ وذلك من خلال طرح صكوك

---

(١) انظر: المرجع السابق، (ص ٧، ٨).

(٢) انظر: د. أحمد السعد، الأسواق المالية المعاصرة، دراسة فقهية معاصرة، دار الكتاب الثقافي، (ص ٧٣). أحمد إسحاق الأمين حامد، الصكوك الاستثمارية الإسلامية وعلاج مخاطرها، مرجع سابق، (ص ٢٧).

وفق مختلف صيغ التمويل الإسلامية في أسواق المال لتكون حصيلة الاكتتاب فيها رأس مال المشروع.

رابعًا: أهمية الصكوك الإسلامية:

تبرز أهمية الصكوك الإسلامية من خلال الآتي[1]:

١- تنويع العمل الاستثماري الإسلامي من خلال تنوع إصدارات الصكوك المصدرة فعلًا دون التركيز على المرابحة فقط كما في تجربة المصارف الإسلامية، فضلًا عن تنويع المخاطر.

٢- إتاحة الفرصة أمام البنوك المركزية في الدول الإسلامية لاستخدام الصكوك ضمن أطر السياسة النقدية وفقًا للمنظور الإسلامي بما يسهم في امتصاص السيولة؛ ومن ثَمَّ خفض معدلات التضخم، وإتاحة الفرصة أمام المؤسسات المالية الإسلامية لإدارة السيولة الفائضة لديها.

٣- تمويل مشروعات البنية الأساسية والمرافق الحكومية وتوفير التمويل اللازم للشركات، والمؤسسات المالية بما يسهم في تحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية.

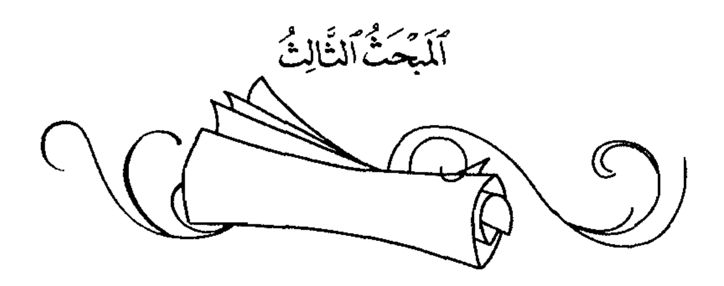
٤- وسيلة فعالة لتنشيط وتدويل بورصات الأوراق المالية فضلًا عن إتاحة الفرصة لتفعيل سوق مالية إسلامية موحدة.

* * *

---

(١) انظر: د. أشرف محمد دوابه، صناديق الاستثمار في البنوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق، دار السلام، القاهرة، (٢٠٠٤م)، (ص ٥٥ - ٥٧).

المَبْحَثُ الثَّالِثُ



أنواع الصكوك الإسلامية

تتعدد أنواع الصكوك الإسلامية؛ حيث تقوم آليات إصدارها وإدارتها على صيغ التمويل الإسلامية التي تتسم بالتنوع. ويمكن تصنيف الصكوك الإسلامية إلى الآتي:

أولًا: صكوك الإجارة:

هي وثائق متساوية القيمة تمثل ملكية أعيان مؤجرة أو منافع أو خدمات. وقد عرفها مجمع الفقه الإسلامي الدولي بأنها: « سندات ذات قيمة متساوية، تمثل حصصًا شائعة في ملكية أعيان أو منافع ذات دخل »[1].

ويمكن تصنيف صكوك الإجارة إلى ثلاثة أنواع رئيسة[2]:

---

(١) انظر: مجلة مجمع الفقه الإسلامي، منظمة المؤتمر الإسلامي، جدة، الدورة الخامسة عشرة، القرار الثالث بشأن صكوك الإجارة، (١٤٢٥هـ - ٢٠٠٤م).

(٢) لمزيد من التفاصيل، انظر: المعايير الشرعية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية والإسلامية، مرجع سابق، المعيار رقم (١٧)، (ص ٢٨٩). د. علي محيي الدين القرة داغي، بحوث في فقه البنوك الإسلامية، دراسة فقهية واقتصادية، دار البشائر الإسلامية، بيروت، (٢٠٠٧م)، (ص ٣٧٣ - ٣٨٥). د. منذر قحف، سندات الإجارة والأعيان المؤجرة، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، (١٤٢٠هـ)، (ص ٣٩ - ٥٢).

١- صكوك ملكية الموجودات المؤجرة:

هي وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك عين مؤجرة أو عين موعود باستئجارها، أو يصدرها وسيط مالي ينوب عن المالك بغرض بيعها واستيفاء ثمنها من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح العين مملوكة لحملة الصكوك[1].

وهذا النوع من الصكوك له صورتان:

الصورة الأولى: أن يملك شخصًا طبيعيًّا أو معنويًّا مصنعًا أو عقارًا مؤجرًا أو موعودًا باستئجاره، ويرغب في بيعه من خلال صكوك الاستثمار، فيقدر ثمنه من خلال أهل الخبرة، ويجعل من قيمة الثمن صكوكًا متساوية القيمة يطرحها للاكتتاب.

الصورة الثانية: أن لا يكون العقار أو المصنع المؤجر موجودًا أصلًا عند التعاقد، وإنما يطرح المشروع للاكتتاب عن طريق صكوك الاستثمار، ويتم استخدام حصيلة الاكتتاب في شراء أو إنشاء عقار أو مصنع وتأجيره.

٢- صكوك ملكية المنافع:

وهي أنواع:

٢/ ١- صكوك ملكية منافع الأعيان الموجودة: وهي نوعان:

أ- وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك عين موجودة، أو عن طريق وسيط مالي، بغرض إجارة منافعها واستيفاء أجرتها

---

(١) انظر: المعايير الشرعية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية والإسلامية، مرجع سابق، المعيار رقم (١٧)، (ص ٢٨٨).

من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح منفعة العين مملوكة لحملة الصكوك[١].

وهذا النوع من الصكوك له صورتان:

الصورة الأولى: أن يقوم مالك عين موجودة مستأجرة فعلًا - سواء أكانت عقارًا أو مصنعًا أو نحو ذلك - بنفسه أو عن طريق وسيط مالي بإصدار صكوك استثمار بغرض الاستفادة من أجرتها واستيفاء منافعها لمدة معينة، وتكون منافع تلك العين أو الأعيان الموجودة المعينة مملوكة لحملة الصكوك خلال تلك الفترة الزمنية المعينة.

الصورة الثانية: أن يقوم مالك عين موجودة لم تستأجر بعد (موعود بتأجيرها) - سواء أكانت عقارًا أو مصنعًا أو نحو ذلك - بنفسه أو عن طريق وسيط مالي بإصدار صكوك استثمار بغرض إجارة منافعها، واستيفاء أجرتها لمدة معينة من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح حقوق المنفعة مملوكة لحملة الصكوك خلال تلك الفترة الزمنية المعينة.

ب- وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك منفعة عين موجودة (مستأجر) بنفسه أو عن طريق وسيط مالي، بغرض إعادة إجارتها، واستيفاء أجرتها من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح منفعة العين مملوكة لحملة الصكوك[٢].

---

(١) انظر: المعايير الشرعية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية والإسلامية، مرجع سابق، المعيار رقم (١٧)، (ص ٢٨٩).

(٢) لمزيد من التفاصيل، انظر: المعايير الشرعية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية والإسلامية، مرجع سابق، المعيار رقم (١٧)، (ص ٢٨٩).

وصورة هذا النوع أن المصدر لا يكون مالكًا للعين الموجودة؛ وإنما هو مستأجر مالك لمنافع العين أو الأعيان الموجودة سواء أكانت تلك الأعيان عقارًا أو مصنعًا أو طائرة ونحوها. وحينئذ يصدر بنفسه أو عن طريق وسيط مالي صكوك استثمار بغرض إعادة إجارتها، واستيفاء أجرتها من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح منفعة العين مملوكة لحملة الصكوك.

٢/ ٢- صكوك ملكية منافع الأعيان الموصوفة في الذمة: هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها بغرض إجارة أعيان موصوفة في الذمة واستيفاء الأجرة من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح منفعة العين الموصوفة في الذمة مملوكة لحملة الصكوك.

وصورة هذا النوع أن يقوم المصدر بإصدار صكوك استثمار خاصة بمنافع عين موصوفة في الذمة؛ كأن يبيع منفعة عقار أو منفعة مصنع موصوف في الذمة يبنى أو يشترى خلال فترة زمنية محددة.

٣- صكوك ملكية الخدمات:

وهي نوعان:

٣/ ١- صكوك ملكية الخدمات من طرف معين:

هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها بغرض تقديم الخدمة من طرف معين، واستيفاء الأجرة من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح الخدمات مملوكة لحملة الصكوك[1].

---

(١) لمزيد من التفاصيل، انظر: المعايير الشرعية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية والإسلامية، مرجع سابق، المعيار رقم (١٧)، (ص ٢٨٩).

وصورة هذا النوع أن يقوم المصدر؛ وليكن جامعة أو مستشفى ما عن طريق وسيط مالي بإصدار صكوك استثمار بغرض استخدام حصيلتها في تقديم خدمة التعليم الجامعي، أو تقديم الخدمات الطبية للراغبين في ذلك لقاء ثمن معين.

٣/ ٢- صكوك ملكية الخدمات من طرف موصوف في الذمة: هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها بغرض تقديم الخدمة من مصدر موصوف في الذمة، واستيفاء الأجرة من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح الخدمات مملوكة لحملة الصكوك[١].

وصورة هذا النوع أن يقوم المصدر بإصدار صكوك استثمار بغرض استخدام حصيلتها في تقديم خدمة من مصدر موصوف في الذمة كجامعة أو مستشفى يتم تحديد مواصفاتها دون تسميتها؛ ثم تقوم الجهة المصدرة بعد الاكتتاب بتأجير هذه الخدمة وبيعها للراغبين بثمن محدد.

هذا ومن الجدير بالذكر أن صكوك الإجارة تتسم بنفس مزايا صكوك الاستثمار عامة؛ وفي الوقت نفسه تحمل مزايا خاصة بها من أهمها [٢]:

- تتمتع بمرونة لا تتمتع بها الصكوك الأخرى؛ فهي لا تقيد الجهة المصدرة لهذه الصكوك بنوع معين من الأنشطة أو المشاريع

---

(١) لمزيد من التفاصيل، انظر: المعايير الشرعية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية والإسلامية، مرجع سابق، المعيار رقم(١٧)، (ص ٢٨٩).

(٢) انظر: د. منذر قحف، سندات الاستثمار المتوسطة والطويلة الأجل، الندوة الفقهية الخامسة، بيت التمويل الكويتي، الكويت (٢-٤ نوفمبر ١٩٩٨م)، (بتصرف).

أو الاستعمالات للأموال المحصلة، وإنما يمكنها من تمويل ما تراه من الأنشطة المتاحة أمامها.

- الأجرة المدفوعة لمالكيها لا يشترط فيها أن تكون من مصادر المشروع نفسه؛ وبخاصة أن هذه الصكوك يمكن أن تستعمل لشراء أعيان غير إيرادية؛ مثل أعيان البنية التحتية.

- أنها ذات إيراد ثابت محدد مسبقًا، فهي تعتبر من نوع الاستثمارات الإيرادية التي لا تتعرض لكثير من التغيرات بالقيمة السوقية.

ثانيًا: صكوك السلم:

هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتحصيل رأس مال السلم، وتصبح سلعة السلم مملوكة لحملة الصكوك[١].

فهي صكوك تمثل بيع سلعة مؤجلة التسليم بثمن معجل والسلعة المؤجلة التسليم هي من قبيل الديون العينية؛ لأنها موصوفة تثبت في الذمة. والمبيع لا يزال في ذمة البائع بالسلم.

لذلك تعتبر هذه الصكوك غير قابلة للبيع أو التداول في حالة إصدار الصك من قبل أحد الطرفين البائع أو المشتري، فهي من قبيل الاستثمارات المحتفظ بها حتى تاريخ استحقاقها[٢].

---

(١) لمزيد من التفاصيل، انظر: المعايير الشرعية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية والإسلامية، مرجع سابق، المعيار رقم (١٧)، (ص ٢٨٩).

(٢) انظر: معايير المحاسبة والمراجعة والضوابط للمؤسسات المالية الإسلامية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المنامة، (١٤٢٩هـ)، المعيار المحاسبي، رقم (١٧) «الاستثمارات»، (ص ٥٦٨).

ومن الصور التطبيقية لصكوك السلم أن تقوم الدولة في شهر يناير – مثلًا – ببيع كمية من النفط التي ستقوم باستخراجه من الآبار آخر شهر فبراير. وتطرح الدولة ذلك في صورة صكوك سلم نفطية، يقوم الأفراد أو المؤسسات المالية بشراء تلك الصكوك بسعر يتم الاتفاق عليه، ويأخذ هذا السعر في الاعتبار القيمة السوقية المتوقعة عند التسليم مع هامش ربح متوقع لصاحب الصك، وتكون قيمة الصك مبلغ معين يمثل كمية معينة من البترول تذكر في الصك. وعند استحقاق الصكوك تقوم الدولة بتوفير الكمية المتفق عليها من النفط، وتبيعها الجهة الموكلة من قبل أصحاب الصكوك (وزارة من وزارات الدولة المعنية مثلًا) بصفتها وكيلة عن أصحاب الصكوك في السوق العالمية، وتوزيع قيمة المبيع على أصحاب الصكوك نسبة وتناسبًا، وقد تكون النتيجة ربحًا أو خسارة[1].

ثالثًا: صكوك الاستصناع:

هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تصنيع سلعة، ويصبح المصنوع مملوكًا لحملة الصكوك[2].

---

(١) انظر: عبد اللطيف عبد الرحمن جناحي، سندات السلم، المؤتمر الاقتصادي الأول، المنعقد باسم حلقة للنقاش الأولى لاستكمال تطبيق الشريعة في المجال الاقتصادي، الكويت، (٦ – ٨ فبراير ١٩٩٨م)، (بتصرف).

(٢) المعايير الشرعية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية والإسلامية، مرجع سابق، المعيار رقم (١٧)، (ص ٢٨٩).

وصكوك الاستصناع مثل صكوك السلم، إلا أنه يجوز تأجيل ثمنها، والمبيع في الحالتين لا يزال في ذمة الصانع أو البائع بالسلم؛ لذلك تعتبر هذه الصكوك غير قابلة للبيع أو التداول في حالة إصدار الصك من قبل أحد الطرفين البائع أو المشتري، فهي من قبيل الاستثمارات المحتفظ بها حتى تاريخ استحقاقها[١].

فمصدر هذه الصكوك هو المشتري لعين يلتزم البائع بتصنيعها بمواد من عنده أو المؤسسة المالية التي تنوب عنه لاستخدام حصيلتها في تصنيع هذه العين؛ وذلك بقصد الاستفادة من الفرق بين تكلفة العين وثمن بيعها باعتباره ربحًا لمالكي الصكوك، وتستخدم حصيلة الصكوك في دفع ثمن تصنيع العين في استصناع موازٍ بتكلفة أقل، والاستفادة من فرق بين الثمنين باعتباره ربحًا لمالكي الصكوك، ويوزع ثمن العين المصنعة على حملة صكوك الاستصناع بعد قبضه، وقد توزع أقساط الثمن عند قبضها[٢].

رابعًا: صكوك المرابحة:

هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتمويل شراء سلعة المرابحة، وتصبح سلعة المرابحة مملوكة لحملة الصكوك[٣].

---

(١) انظر: هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، مرجع سابق، المعيار المحاسبي رقم (١٧)، «الاستثمارات»، (ص ٥٤٦).

(٢) انظر: د. حسين حامد حسان، صكوك الاستثمار، مرجع سابق، (ص ٦).

(٣) المعايير الشرعية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية والإسلامية، مرجع سابق، المعيار رقم (١٧)، (ص ٢٨٩).

وتقوم تلك الصكوك على مبدأ المرابحة، الذي ينتج دينًا في ذمة مصدر الصك، وعندما يصبح للصك حكم الديون، فلا يجوز تداوله بأعلى أو أقل من قيمته؛ لأن الديون تقضى بأمثالها(١).

والمصدر لهذه الصكوك هو المؤسسة الوسيطة التي تقوم باستخدام حصيلة الاكتتاب فيها لشراء سلعة مرابحة ثم بيعها في الأسواق والعائد على الصكوك يتمثل في الفارق بين سعر شراء السلعة وبيعها في الأسواق.

خامسًا: صكوك المشاركة:

هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في إنشاء مشروع، أو تطوير مشروع قائم، أو تمويل نشاط، ويصبح المشروع أو موجودات النشاط ملكًا لحملة الصكوك في حدود حصصهم، وتدار الصكوك على أساس الشركة بتعيين أحد الشركاء أو غيرهم لإدارتها(٢).

وصكوك المشاركة لها العديد من الصور المتنوعة كما يلي (٣):

١ - الأسهم بجميع أنواعها المباحة شرعًا.

---

(١) انظر: عبد الستار علي قطان، صكوك التمويل الإسلامية، ضوابط شرعية وقضايا تطبيقية، مرجع سابق، (ص ٢٤).

(٢) انظر: المعايير الشرعية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية والإسلامية، مرجع سابق، المعيار رقم (١٧)، (ص ٢٩٣) (بتصرف).

(٣) لمزيد من التفاصيل، انظر: د. علي محيي الدين القرة داغي، البدائل الشرعية لسندات الخزانة العامة والخاصة، أعمال الندوة الفقهية الثالثة، بيت التمويل الكويتي، (١٩٩٣م)، (ص ٢٣٦-٢٤١).

٢- صكوك المشاركة في مشروع معين والإدارة لمصدرها:

وذلك بأن تطرح جهة الإصدار مجموعة من الصكوك بحصص متساوية تخصص لمشروع معين، وتشترك جهة الإصدار نفسها بنسبة محددة (كالنصف أو الربع مثلًا)؛ فيكون الجميع شركاء بما فيهم مصدر الصكوك وسواء أكان المشروع صناعيًّا أم زراعيًّا أم تجاريًّا أو نحو ذلك من هذا كله. ثم تقوم جهة الإصدار بإدارة هذا المشروع لقاء نسبة من الأرباح.

وهذه الصكوك بهذه الصورة تختلف عن الأسهم في عدة صور؛ من أهمها أن أصحابها لا يشتركون في إدارة المشروع، ومنها أنها محددة بمدة معينة، ولا تنطبق عليها مواصفات شركة المساهمة.

٣- صكوك المشاركة في مشروع معين تكون الإدارة لجهة أخرى:

وهذا النوع هو مثل النوع الأول لكن إدارة المشروع المشترك بين جهة الإصدار وأصحاب الصكوك تكون لجهة أخرى بنسبة من الأرباح.

كما يمكن تصنيف صكوك المشاركة من حيث مدة المشروع إلى الآتي:

١ - صكوك المشاركة الدائمة:

ولها تطبيقاتها من خلال الأسهم بجميع أنواعها المباحة شرعًا، وكذلك يمكن لجهة الإصدار أن تطرح صكوكًا لمشروع معين تشترك فيه جهة الإصدار بنسبة معينة، ويطرح الباقي على

شكل صكوك، سواء أكانت الإدارة لجهة الإصدار، أم للمجموعة المشاركة، أم لجهة ثالثة.

٢- صكوك المشاركة المؤقتة بفترة زمنية محددة:

ولها عدة صور:

الصورة الأولى: صكوك المشاركة المستردة بالتدرج: وفيها تدفع القيمة الاسمية لشراء الصكوك، وتعامل معاملة الأسهم التي ليس لها حق التصويت في الجمعية العمومية، ولا حق الحضور إليها، ثم يسترد صاحبها قيمتها على عدة أقساط متساوية ويصرف لحاملها سنويًّا ما يتقرر توزيعه من حساب الربح أو الخسارة مثله مثل حاملي الأسهم الأخرى على أن يكون فقط بنسبة الرصيد الذي لم يحن موعد استرداده.

الصورة الثانية: صكوك المشاركة المستردة خلال زمن محدود: وذلك كأن تطرح جهة الإصدار صكوكًا للمشاركة في مشروع معين أو في مشروعات عامة دون تخصيص، وتحددها بخمس سنوات أو عشر أو أكثر أو أقل، وتشترك فيها جهة الإصدار بنسبة معينة، ثم يصفى المشروع ويأخذ كل واحد نصيبه .

الصورة الثالثة: صكوك المشاركة المنتهية بالتمليك: وهذه الصورة من الصكوك تشبه الصورة الثانية، إلا أن المشروع في هذه الصورة ينتهي بتمليكه لحملة الصكوك.

سادسًا: صكوك المضاربة:

هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في

إنشاء مشروع، أو تطوير مشروع قائم، أو تمويل نشاط، ويصبح المشروع أو موجودات النشاط ملكًا لحملة الصكوك في حدود حصصهم، وتدار الصكوك على أساس المضاربة الشرعية بتعيين مضارب من الشركاء أو غيرهم لإدارتها[1].

وقد عرف مجمع الفقه الإسلامي الدولي صكوك المضاربة بأنها: أداة استثمارية تقوم على تجزئة رأس مال القراض (المضاربة) بإصدار صكوك ملكية برأس مال المضاربة على أساس وحدات متساوية القيمة، ومسجلة بأسماء أصحابها باعتبارهم يملكون حصصًا شائعة في رأس مال المضاربة وما يتحول إليه بنسبة ملكية كلٍّ منهم[2].

وصكوك المضاربة لها العديد من الصور المتنوعة كما يلي[3]:

١ - صكوك المضاربة المقيدة:

وفيها تقيد جهة الإصدار في الاستثمار في مشروع معين (صناعيًّا كان أم زراعيًّا أم تجاريًّا....)، وتكون محددة بمدة معينة حسب عمر المشروع، ولا يجوز لجهة الإصدار مخالفة تلك القيود وإلا أصبحت متعدية ومن ثَمَّ ضامنة.

---

(١) انظر: المعايير الشرعية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية والإسلامية، مرجع سابق، المعيار رقم (١٧)، (ص ٢٩٣) (بتصرف).

(٢) انظر: مجلة مجمع الفقه الإسلامي، مرجع سابق، الدورة الرابعة، القرار الخامس، المجلد الثالث، (ص ٢١٥٩).

(٣) لمزيد من التفاصيل، انظر: د. علي محيي الدين القرة داغي، البدائل الشرعية لسندات الخزانة العامة والخاصة، أعمال الندوة الفقهية الثالثة، بيت التمويل الكويتي، (١٩٩٣م)، (ص ٢٣٠ - ٢٣٢).

٢- صكوك المضاربة المطلقة:

وفيها لا تلتزم جهة الإصدار بأي قيد من القيود الموجودة في الصورة السابقة؛ فيخول لجهة الإصدار اختيار المشروعات المناسبة، ويكون لها حق الاستثمار المطلق.

٣- صكوك المضاربة المستردة بالتدرج:

وذلك بأن ترد القيمة الاسمية للصكوك مع أرباحها (إن وجدت) في مدة زمنية محددة، فيسترد حملة الصكوك جزء من رأس مالهم مع كل مرة توزع فيها الأرباح؛ فضلًا عن أرباحهم حتى يستهلك رأس مالهم بالكامل، وتؤول ملكية المشروع لجهة الإصدار.

٤- صكوك المضاربة المستردة في آخر المشروع:

وذلك بأن يسترد حملة الصكوك في آخر المشروع القيمة الاسمية للصكوك - مع ملاحظة الخسائر والأرباح إن وجدت -، ويمكن أن توزع الأرباح بشكل دوري، ويبقي استرداد القيمة الاسمية للصكوك لآخر المشروع.

٥- صكوك المضاربة المنتهية بتمليك المشروع:

يمكن أن يكون رد قيمة صكوك المضاربة من خلال التعويض عنها بجزء من المشروع؛ وذلك بأن تطرح فكرة مشروع معين كبناء عمارة، ويصدر له مجموعة من الصكوك بحصص متساوية، ويكون رد قيمتها بعد الانتهاء من المشروع، من خلال تمليك المشروع لأصحاب هذه الصكوك حسب حصصهم.

٦- صكوك المضاربة القابلة للتحويل:

يمكن طرح صكوك مضاربة قابلة للتحويل في زمن معين إلى صكوك مضاربة أخرى أو بتغير مجال التجارة والمضاربة، أو نحو ذلك؛ مثل تحويلها بصكوك الإجارة أو إلى أسهم عادية، مع مراعاة الأحكام الشرعية للتداول[١].

سابعًا: صكوك المزارعة:

هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تمويل مشروع على أساس المزارعة، ويصبح لحملة الصكوك حصة في المحصول وفق ما حدده العقد[٢].

ومصدر هذه الصكوك هو مالك أرض يرغب في تمويل زراعتها على أساس عقد المزارعة واقتسام المحصول بين مالك الأرض ومن يقوم بزراعتها بأمواله حسب الاتفاق، والمكتتبون في هذه الصكوك مزارعون لهذه الأرض بأموالهم ومن ذلك الشركات المتخصصة في زراعة الأراضي، وتحدد نشرة إصدار صكوك المزارعة نوع ومواصفات ومساحة الأرض ونوع المحاصيل المطلوب زراعتها وتكلفة الزراعة من آلات ومعدات وبذور وسماد وأجور المهندسين والعمال والمحصول المتوقع لهذه

---

(١) لمزيد من التفاصيل، انظر: د. علي القرة داغي، السندات القابلة للتحويل، حكمها والبديل الإسلامي، حولية البركة، عدد (٢)، رمضان (١٤٢١هـ)، ديسمبر (٢٠٠٠م)، (ص ٢٣٢، ٢٣٣).

(٢) المعايير الشرعية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية والإسلامية، مرجع سابق، المعيار رقم (١٧)، (ص ٢٩٠).

الأرض وطريقة تقسيمه بين مالك الأرض والمزارع ومدة المزارعة. وتمثل هذه الصكوك بعد قفل باب الاكتتاب وبداية الاستثمار والصرف على المحاصيل حصصًا شائعة في موجودات المزارعة والمحاصيل منذ خروجها وحتى بدو صلاحها وجنيها وقسمتها أو بيعها وقسمة ثمنها بين مالك الأرض وحملة صكوك المزارعة[١].

ثامنًا: صكوك المساقاة:

هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في سقي أشجار مثمرة والإنفاق عليها ورعيتها على أساس عقد المساقاة، ويصبح لحملة الصكوك حصة من المحصول وفق ما حدده العقد[٢].

ومصدر هذه الصكوك هم مالكو المزارع المزروعة بأشجار ذات أصول ثابتة. نخل وزيتون وعنب، لاستخدام حصيلتها في الصرف على الزراعة ورعايتها وتعهدها بالري وتهيئة شبكات المياه والصرف والتسميد والتقليم ومعالجة الآفات الزراعية، ثم جني المحصول وبيعة أو تخزينه وتسويقه، ويقوم المكتتبون في هذه الصكوك بدور المساقي، حيث تمول حصيلة الصكوك هذه الأنشطة، ويستحق حاملوها الحصة المتفق عليها من المحصول. وتمثل صكوك المساقاة بعد قفل باب الاكتتاب وبدء الاستثمار

---

(١) انظر: د. حسين حامد حسان، صكوك الاستثمار، مرجع سابق، (ص ٨).

(٢) المعايير الشرعية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية والإسلامية، مرجع سابق، المعيار رقم (١٧)، (ص ٢٩٠).

واستخدام حصيلتها حصة شائعة في موجودات المساقاة من الآلات والمعدات اللازمة لرعاية المزرعة والمدخلات الزراعية كالسماد والمبيدات، وكذلك ما تنتجه المزرعة من محاصيل منذ ظهورها حتى جنيها[١].

تاسعًا: صكوك المغارسة:

هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في غرس أشجار وفيما يتطلبه هذا الغرس من أعمال ونفقات على أساس عقد المغارسة، ويصبح لحملة الصكوك حصة في الأرض والغرس[٢].

ومصدر هذه الصكوك هم مالكو الأرض، لاستخدام حصيلتها في الصرف في تسوية وإعداد الأرض لزراعة الأشجار، وشراء الشتلات ثم غرس هذه الأرض بأشجار تدر ثمارًا على أساس عقد المغارسة الشرعية، مع اقتسام المساحات المغروسة بين مالكي الأرض والمكتتبين في صكوك المغارسة حسب الاتفاق. ويعد المكتتبون في هذه الصكوك مغارسين يستحقون حصة في الأرض المغروسة بالشجر بعد إثماره حسب الاتفاق. وتحدد نشرة إصدار الصكوك مساحة الأرض وأوصافها ونوعية التربة والأشجار المطلوب غرسها، ومدة المغارسة، والعوائد المتوقعة منها، وطريقة تقسيم المساحات المزروعة

(١) انظر: د. حسين حامد حسان، صكوك الاستثمار، مرجع سابق، (ص ٩).

(٢) المعايير الشرعية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية والإسلامية، مرجع سابق، المعيار رقم (١٧)، (ص ٢٩٠).

أو حصيلة المزرعة من ثمار. ويمثل صك المغارسة بعد قفل باب الاكتتاب وبدء عملية الاستثمار في إعداد الأرض وغرس الأشجار حصة شائعة في موجودات المغارسة، وهي معدات تتمثل في معدات التسوية وآلات الحفر وشبكات الري والصرف والشتلات نفسها، فالصك يمثل حصة في ملكية المشروع بكل عناصره[1].

عاشرًا: صكوك الوكالة:

هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في إنشاء مشروع، أو تطوير مشروع قائم، أو تمويل نشاط، ويصبح المشروع أو موجودات النشاط ملكًا لحملة الصكوك في حدود حصصهم، وتدار الصكوك على أساس الوكالة بالاستثمار بتعيين وكيل عن حملة الصكوك لإدارتها[2].

ومصدر هذه الصكوك يطرحها بقصد استثمار حصيلتها في مشروع معين أو نشاط خاص بصفته وكيلًا بأجر مقطوع أو بنسبة من رأس المال المستثمر. ويكتتب الموكلون في هذه الصكوك بقصد استثمار الصكوك والحصول على الربح[3].

---

(١) انظر: أحمد إسحاق الأمين حامد، الصكوك الاستثمارية الإسلامية وعلاج مخاطرها، مرجع سابق، (ص ٤٩) (بتصرف).

(٢) انظر: المعايير الشرعية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية والإسلامية، مرجع سابق، المعيار رقم (١٧)، (ص ٢٩٠) (بتصرف).

(٣) انظر: د. حسين حامد حسان، صكوك الاستثمار، مرجع سابق، (ص ٧) (بتصرف).

وتحدد نشرة إصدار هذه الصكوك طبيعة النشاط، ونوع المشروع الذي تستثمر فيه حصيلة هذه الصكوك، ومدة الاستثمار، وحدود سلطات وصلاحيات الوكيل، والأجرة التي يستحقها[1].

هذا ومن الجدير بالذكر أنه يوجد نوع آخر من الصكوك هو **الصكوك الوقفية**، ويمكن تصنيفها إلى الآتي[2]:

١ - صكوك أهلية:

هي صكوك تصدرها هيئة الأوقاف بناءً على رغبة الواقف لصالح أهله وذريته. وتمثل هذه الصكوك عملًا من أعمال البر الاجتماعية؛ لأنها تهدف إلى رعاية الأهل والذرية، فضلًا عن كونها من أعمال البر الاقتصادية؛ لأنها تهدف إلى الحفاظ على رأس المال والإبقاء على الأموال المتراكمة في أوعية استثمارية تحافظ على أصولها وتتيح استثمارها وتوزيع عوائدها وتؤكد على عدم إفنائها بالاستهلاك أو الإتلاف، مما يحافظ على ثروات الأمة وأصولها الثابتة الإنتاجية، واستمرارية إنتاجها وعطائها.

٢ - صكوك خيرية:

هي صكوك تصدرها هيئة الأوقاف وتستخدم حصيلتها في الإنفاق على وجوه الخير ولا تعود بعائد مادي، مثل: الوقف

---

(١) انظر: أحمد إسحاق الأمين حامد، الصكوك الاستثمارية الإسلامية وعلاج مخاطرها، مرجع سابق، (ص ٤٣).

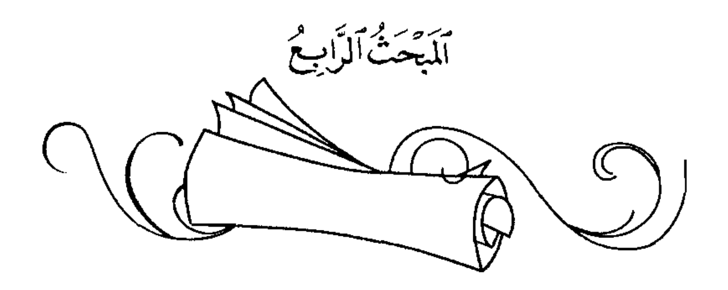
(٢) لمزيد من التفاصيل، انظر: د. أشرف محمد دوابه، دراسات في التمويل الإسلامي، دار السلام، القاهرة، (٢٠٠٧م)، (ص ١٦٥ - ١٧٧).

على المساجد، أو المدارس، أو الفقراء، أو المساكين، أو الأرامل، أو اليتامى...إلخ.

٣- صكوك استثمارية:

هي صكوك تصدرها هيئة الأوقاف وتستخدم حصيلتها للاستثمار بما يعود بالفائض المالي على الوقف، لينهض بالمشاريع الخاصة به، وهي سواء بسواء كصكوك الاستثمار سالفة الذكر.

* * *



تجارب عملية في الصكوك الإسلامية

ظهر اهتمام علماء الشريعة بطرح صكوك الاستثمار الشرعية بديلًا مناسبًا للسندات الربوية عندما طُرِحت للبحث في المؤتمر العلمي الأول للاقتصاد الإسلامي عام (١٩٧٦م)، ثم تبعته عدة محاولات؛ منها: محاولة الدكتور سامي حمود في بحثه « سندات المقارضة »، الذي قدمه ضمن مشروع البنك الإسلامي بالأردن عام (١٩٨٧م)، وكان المقصود منها إيجاد البديل الإسلامي لسندات القرض التي تقوم على أساس الفائدة الربوية، وقد طُورت هذه الفكرة حينما عرضت على وزارة الأوقاف في الأردن للاستفادة منها في إعمار أراضي الأوقاف، وحينما عرضت على مجمع الفقه الإسلامي في دورته الرابعة بجدة عام (١٩٨٨م) الذي خرج بتصور متكامل وضوابط شرعية لصكوك المقارضة[1].

---

(١) انظر: وليد خالد الشايجي، وعبد الله يوسف الحجي، صكوك الاستثمار الشرعية، بحث مقدم لمؤتمر المؤسسات المالية الإسلامية، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات، مايو (٢٠٠٥م)، (ص ٩٠٧، ٩٠٨).

ومنذ ذلك التاريخ بدأ ظهور وتطور صكوك الاستثمار الإسلامية، وفيما يلي بعضًا من التجارب العملية في إصدار هذه الصكوك في عدد من الدول الإسلامية.

أولًا: التجربة الأردنية:

ظهرت تجربة الصكوك في المملكة الأردنية من خلال إصدار القانون رقم ١٠ لسنة (١٩٨١م) باسم: « قانون سندات المقارضة »، بهدف إتاحة الأداة الشرعية الملائمة التي تتيح لوزارة الأوقاف الأردنية الحصول على الأموال اللازمة لاستغلال أراضي الأوقاف وإعمارها[١].

وقد عرَّف القانون هذه السندات بأنها: الوثائق المحددة القيمة التي تصدر بأسماء مالكيها مقابل الأموال التي قدموها لصاحب المشروع واستغلاله وتحقيق الربح. ويجوز تحويل سندات المقارضة إلى مالك آخر بمعرفة الجهة المصدرة وبعد إثبات الملكية الجديدة على صاحب السند، وتتحدد مسؤولية مالك السند تجاه المشروع فقط بالمبلغ المبين في قيد السند تطبيقًا لمبدأ المسؤولية المحدودة.

وجاء في نشرة إصدار هذه السندات التأكيد على أنها لا تدر أي فوائد، وأنه ليس لمالكها الحق في المطالبة بأية فوائد، وأن مالك السند يحصل على نسبة محددة من الأرباح الصافية للمشروع

---

(١) انظر: قانون سندات المقارضة، وزارة الأوقاف والشؤون والمقدسات الإسلامية، عمان، الأردن، (١٤٠٢هـ - ١٩٨٢م).

كما هو محدد في نشرة الإصدار في نهاية كل سنة مالية، وذلك بعد فترة السماح اللازمة لتنفيذ المشروع. وهذه السندات مضمونة من وزارة الأوقاف الأردنية، وأرباحها وقيمتها الاسمية قابلة للتحويل إلى خارج الأردن، كما أنها غير خاضعة لضريبة الدخل في الأردن.

ومن شروط إصدار سندات المقارضة أنها تخضع لعملية إطفاء أي حق الجهة المصدرة لاسترداد السندات من مالكيها بقيمتها الاسمية في مواعيد مقررة لذلك؛ ولهذا الغرض تخصص الجهة المصدرة نسبة من الأرباح الصافية لإطفاء السندات. كما جاء أيضًا في شروط إصدار هذه السندات أنه يجري تداولها في سوق عمان المالي وفقًا لأحكام قانون السوق وأنظمته وتعليماته، وأنه يجوز للجهة المصدرة - وهي وزارة الأوقاف - شراء هذه السندات من السوق المالي دون أي قيد أو شرط.

وقد تعرض قانون سندات المقارضة الأردني لاعتراضات شرعية عديدة؛ منها ما يتعلق بموضوع الضمان، ومنها ما يتعلق بعملية قسمة الربح، ومنها ما يتعلق بموضوع التداول، ومنها ما يتعلق بمسألة استرداد قيمة السندات[1].

فقد حاول هذا القانون توفير الضمان لأصحاب السندات اعتمادًا على تحمل طرف ثالث لهذا الضمان غير رب المال

---

(١) عقد مؤتمر لتقييم هذه الأداة بمجمع الفقه الإسلامي، لمزيد من التفاصيل، انظر: مجلة مجمع الفقه الإسلامي، مرجع سابق، الدورة الرابعة، العدد الرابع، المجلد الثالث، (ص ١٨٠٥ - ٢١٦٥).

(أصحاب السندات)، والمضارب (وزارة الأوقاف)، وهو الحكومة التي تضمن القيمة الاسمية لهذه السندات؛ حيث تدفع الحكومة القيمة الاسمية لحامل السند نيابة عن الجهة المصدرة، والتي يجب عليها أداؤه عندما يتم الإطفاء الكامل للسندات؛ ولذلك فما دامت الجهة المصدرة ملتزمة بأداء هذا المبلغ للحكومة، فإن الضامن الحقيقي يكون الجهة المصدرة للسندات بصفتها المتعهد الأصلي بسداد قيمتها، وليست الحكومة التي يقتصر دورها على ضمان السداد فقط.

ولما كانت الجهة المصدرة تمثل المضارب؛ فإنه لا يجوز لها الضمان إلا في حالات التعدي والتقصير ومخالفة الشروط فقط وفقًا لقواعد عقد المضاربة.

وأغفل هذا القانون حصة الطرف العامل (الجهة المصدرة للسندات) من الأرباح، ولم يخصص أي حصة من الأرباح لرأس المال العيني (الأرض) الذي تقدمه الجهة المصدرة لهذه السندات. كما جعل هذا القانون عملية استرداد قيمة السندات على أساس قيمتها الاسمية فساوى بذلك بين المضاربة والقرض في هذا الشأن[١].

ثانيًا: التجربة الباكستانية:

أصدرت البنوك والمؤسسات المالية في باكستان شهادات

---

(١) لمزيد من التفاصيل، انظر: د. أشرف محمد دوابه، دور الأسواق المالية في تدعيم الاستثمار طويل الأجل في المصارف الإسلامية، دار السلام، القاهرة، (٢٠٠٦م)، (ص ١٤٨، ١٤٩).

المشاركة لأجل محدد بديلًا عن السندات، وهي شهادات قابلة للتحويل، وتعتمد على مبدأ المشاركة في الربح والخسارة، ووظيفتها تعبئة موارد تمويلية متوسطة وطويلة الأجل بالعملة المحلية للصناعة وغيرها، وقد أصدرت الحكومة الباكستانية اللائحة التنظيمية التي تحكم جميع المسائل القانونية الخاصة بهذه الشهادات.

وثمة ضمانات لأموال شهادات المشاركة تتمثل في حق قانوني عن طريق نظام الرهن على الأصول الثابتة للشركة المستخدمة لهذه الأموال، بالإضافة إلى الغطاء المتمثل في قيمة الأصول الجارية.

وبالنسبة للأرباح؛ فإن الشهادات لها حق في الأرباح المحققة مثل ما للأسهم والحصص، وتتحدد نسبتها على اتفاق مسبق عند الإصدار.

ومن الخصائص الأساسية لشهادات المشاركة؛ هي تميز مالكيها بحق الحصول على الأرباح المحققة لدى جهة الإصدار قبل حملة الأسهم.

ويعني هذا أنه في حالة تحقق أرباح في أي سنة مالية، فإن حقوق حملة شهادات المشاركة تقتطع أولًا قبل أية مطالبات من قبل حملة الأسهم، أمَّا في حالة الخسارة، فيتم تغطيتها أولًا من الاحتياطيات التي تمثل الرصيد الدائن في حسابات الربح والخسارة للجهة المصدرة؛ فإذا لم يكف هذا لتغطية الخسارة فإن ما يتبقى منها يقسم بين شهادات المشاركة لأجل وغيرهم من

مولي المشروع على أن تتناسب مقاسمة الخسارة مع مساهماتهم في التمويل.

وقد أثيرت بعض الاعتراضات الشرعية حول هذه الشهادات لمحاكاتها لنظام السندات في النظم الغربية، ومن هذه الاعتراضات ما يتعلق بمسألة ضمان القيمة الاسمية للشهادة، وكذلك ما يتعلق بمسألة تمييز أصحابها على أصحاب الأسهم المشاركين في نفس المشروع في حالة الربح والخسارة[(١)].

ويمكن القول: إن اختلاف هذه الشهادات عن السندات لم يزد عن المسميات ولا يحمل من الموضوع شيئًا؛ وذلك لتغلب عقبة التمويل بالصبغة المعاصرة على طموحات التغيير وعدم قابلية رجال المصارف والتمويل لتقبل أسلوب المشاركة في الربح والخسارة في نتيجة الأعمال... فاصطبغت التجربة بالعائد الثابت، وانجذبت بشدة إلى الأسلوب الذي قامت من أجل إزاحته[(٢)].

ثالثًا: التجربة الماليزية:

كانت أول محاولة لاستخدام أداة إسلامية لإدارة السيولة في ماليزيا هي إصدار الحكومية الماليزية في العام (١٩٨٣م)

---

(١) انظر: د. عبد الرحمن يسري أحمد، قضايا إسلامية معاصرة في النقود والبنوك والتمويل، الدار الجامعية، الإسكندرية، (٢٠٠١م)، (ص ٣٥٣ – ٣٥٥)، (ص ٣٦٦، ٣٦٧). يوسف كمال محمد، المصرفية الإسلامية الأزمة والمخرج، دار النشر للجامعات، مصر، القاهرة، الطبعة الثالثة، (١٩٩٨م)، (ص ١٥٨).

(٢) انظر: المرجع السابق، (ص ١٥٨).

« شهادات الاستثمار الحكومية » من قبل البنك المركزي الماليزي، وذلك في بداية عمل البنك الإسلامي في ماليزيا.

وتقوم آلية إصدار تلك الشهادات على حصول البنك الإسلامي الماليزي على هذه الشهادات باعتبار أنه يقرض الحكومة من غير فائدة، ولا تحمل هذه الشهادات أي فائدة ثابتة، وإنما تحدد الحكومة العائد على هذه الشهادات من دون تدخل أي جهة أخرى، ويعلن عن العائد بين فينة وأخرى من قبل جهة تسمى « لجنة العائد » مكونة من وزارة المالية والبنك المركزي والمجلس الشرعي. وفي الواقع لا توجد صيغة ثابتة لتحديد العائد على شهادات الاستثمار، والذي يتحدد في الغالب لاعتبارات نوعية أكثر منها كمية. والجهة التي تحدد معدل العائد تأخذ في الاعتبار عددًا من المؤشرات؛ منها الأحوال الاقتصادية الكلية، ومعدل التضخم، والعائد على الأدوات المالية الأخرى المستخدمة في إدارة السيولة[١].

وفي العام (١٩٩٠م) ظهرت صكوك الاستثمار الشرعية في ماليزيا، وكانت عبارة عن صكوك في ظل مفهوم « البيع بثمن آجل »، وقد قامت إحدى شركات البترول الفرعية متعددة الجنسيات بعملية الإصدار حيث بلغت قيمته ٥٠ مليون دولار

---

(١) انظر: آفاق وتحديات الصكوك، محاضرة مقدمة في دورة التصكيك وتطبيقاته في المصارف الإسلامية، بالتعاون بين المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب بجدة، ومعهد الدراسات المصرفية التابع للبنك المركزي الأردني، الأردن، عمان، أبريل (٢٠٠٦)، (ص ٣).

أمريكي وقد تم عقد صفقتها على أساس جماعي (Syndication). فقد رتب مدير الشركة مع مجموعة من المولين والذين قاموا بالشراء من المصدر أصول محددة تبلغ قيمتها ٥٠ دولار أمريكي، وقد تم بيع هذه الأصول مرة أخرى للمصدر(جهة الإصدار) بثمن الربح الإجمالي متمثلًا في هامش الربح المحدد سلفًا من عملية إعادة شراء الأصول من المصدر، ومن ثَمَّ فقد أصدر المصدر نوعين من صكوك الاستثمار، والتي تمثل سعر شراء الممولين للأصول من المصدر وهامش الربح المستحق للممولين[١].

ومع السماح للمصارف التقليدية بتقديم الخدمات المالية الإسلامية، بدأت ماليزيا في مطلع العام (١٩٩٤م) السوق النقدية بين المصارف لتسهيل تداول الأدوات المالية الإسلامية بين المصارف خاصة « شهادات المضاربة بين المصارف ». ومكنت هذه الآلية المصارف التي تحتاج السيولة من الحصول عليها من المصارف التي لديها فوائض من خلال إصدار شهادات المشاركة لفترة زمنية محددة لليلة واحدة حتى سنة. ولا يعلم البنك المستثمر سلفًا مقدار الربح، وإنما يعتمد ذلك على إجمالي أرباح البنك المستخدم لسيولة البنك المستثمر... وفي مطلع العام (٢٠٠٦م) أدخل البنك المركزي الماليزي نظام « معدل العائد الأدنى القياسي »؛ وهو عبارة عن العائد على إصدارات شهادات الاستثمار الحكومية زائد هامش ٠,٥ في المائة، والبنوك

---

(١) أون إسماعيل، تطوير سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، ملتقى التجربة الماليزية في العمل المصرفي الإسلامي، الكويت، مارس (١٩٩٧م) (بتصرف).

المصدرة لشهادات المضاربة غير ملزمة بإعلان أرباح على أساس هذا المعدل القياسي، والمقصود من هذا المعدل الدني هو أن تسترشد به المصارف التي لديها سيولة فائضة (المصارف المستثمرة) في تقدير العائد المتوقع، وبالتالي القدرة على التفاوض مع المصارف المصدرة للشهادات بشأن نصيب هذه المصارف المستثمرة من عائد شهادات المضاربة[١].

ويؤخذ على التجربة الماليزية سعيها نحو توفير عامل الضمان في إصدار الصكوك بانجذابها نحو سعر الفائدة كما هو عليه الحال في السندات التقليدية، فضلًا عن فتحها المجال لتداول صكوك تمثل ديونًا في الذمة، وهو من بيع الكالئ بالكالئ المحرم في الشريعة الإسلامية.

رابعًا: التجربة البحرينية:

بدأت أول تجربة لإصدار الصكوك الإسلامية في الخليج في مملكة البحرين، عندما أصدرت مؤسسة نقد البحرين في العام (٢٠٠١م) « السندات الحكومية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية » بقيمة ٢٥ مليون دولار، ولفترة ثلاثة أشهر فقط، وسميت بصكوك السلم. وأتت هذه الصكوك للفكاك من مشكلة فوائض السيولة المصرفية؛ وبهذه الصكوك وجدت الحكومة بديلًا شرعيًّا للتمويل الذي لم يكن متوفرًا إلا من خلال التمويل الربوي. وكانت هذه الصكوك تعطي عائدًا ثابتًا سنويًّا ٣,٩٥ في المائة.

---

(١) انظر: محاضرة آفاق وتحديات الصكوك، مرجع سابق، (ص ٣، ٤).

ويحتسب العائد على أساس العائد الحقيقي الذي سيعود للحكومة من استعمال أموال الصكوك وليس له علاقة بمعدل الفائدة في السوق. وانتهت تصفية عملية الإصدار في سبتمبر (٢٠٠١م)، وتوالت عمليات الإصدار الأخرى كل ثلاثة أشهر بحد أدنى للاكتتاب ١٠٠٠٠ دولار مما مكّن مؤسسات التمويل الصغيرة والمستثمرين والأفراد من الاكتتاب فيها بديلًا عن المصارف. كما أصدرت مؤسسة نقد البحرين أيضًا في أغسطس (٢٠٠٢م) صكوك الإجارة طويلة الأجل؛ والتي انتهت فترتها في العام (٢٠٠٦م) بحجم إصدار ١٠٠ مليون دولار، بمعدل عائد إجارة ٥,٢٥ في المائة سنويًا، معطى ومضمون من الحكومة[1].

وشهد العام (٢٠٠٣م) الإصدار السابع من صكوك الإجارة بقيمة ١٥٢ مليون دولار لمشروع درة البحرين العقاري، بمعدل عائد تأجير يدفع مرتين سنويًا في ٢٧ من نوفمبر و ٢٧ من مايو خلال فترة استحقاقه؛ وهي خمس سنوات حتى ٢٧ مايو (٢٠٠٨م)[2].

خامسًا: التجربة القطرية:

شهدت قطر في أكتوبر من العام (٢٠٠٣م) إصدار «صكوك قطر الدولية» بقيمة ٧٠٠ مليون دولار، بفترة استحقاق سبع

---

(١) المرجع السابق، (ص ٤) (بتصرف).

(٢) انظر: مجلة المستثمرون، الكويت، العدد رقم (٢٠)، (١/ ٦/ ٢٠٠٣م)، (بتصرف).

سنوات تنتهي في العام (٢٠١٠م)، بعائد متغير يتم توزيعه على حملة الصكوك مرتين سنويًا في أبريل وأكتوبر.

وقد أصدرت تلك الصكوك بقيمة ١٠٠٠٠ دولار كحد أدنى للاكتتاب أو مضاعفاتها، والمصرف الرائد (المدير المشترك) هو مصرف (HSBC)، ومصرف قطر الإسلامي الدولي مع بنك دبي الإسلامي، وبنك الخليج الدولي، وبيت التمويل الكويتي، ومصرف التجارة الدولي الماليزي، والبنك الإسلامي للتنمية، وبنك قطر الإسلامي.

والجهة المصدرة المسجلة هي « شركة قطر الدولية »، وهي شركة مساهمة عامة قطرية أنشئت خصيصًا للتعامل في الصكوك. وتقوم الحكومة القطرية كبائع بمنح قطعة أرض لهذه الشركة المصدرة للصكوك، ثم تقوم هذه الشركة بتأجير الأرض للحكومة لمدة سبع سنوات تؤول بعدها الأرض للحكومة، وتسدد الحكومة أقساط الإجارة بموجب اتفاقية الإجارة، ويقوم بنك (HSBC) بمهمة تحصيل هذه الأقساط[١].

سادسًا: التجربة السعودية:

شهد العام (٢٠٠٤م) إصدار أول صكوك مؤسسية في المملكة العربية السعودية لصالح شركة (HANCO) لتأجير السيارات، وسميت « صكوك القافلة »، وهي عبارة عن صكوك إجارة مدتها ثلاث سنوات بعائد متغير يدفع للمستثمرين على

---

(١) انظر: محاضرة آفاق وتحديات الصكوك، مرجع سابق، (ص ٤، ٥) (بتصرف).

أساس شهري. وتبع ذلك إصدار صكوك إجارة وصكوك استصناع تحت اسم « صكوك تبريد » بقيمة ١٠٠ مليون دولار لصالح الشركة الوطنية للتبريد المركزي. كما أصدر البنك الإسلامي للتنمية بجدة في العام (٢٠٠٣م) صكوكًا تولى إدارتها سيتي بنك الإسلامي للاستثمار في البحرين، بإصدار أول لها بقيمة ٤٠٠ مليون دولار. وكان غالبيتها صكوك إجارة والبعض صكوك استصناع، والبعض الآخر صكوك مرابحة[١]. وأصدر البنك الإسلامي للتنمية كذلك شهادات استثمار مخصصة لتمويل تجارة الدول الإسلامية، وكذلك في تمويل بعض عمليات أخرى محددة الهدف[٢].

ونصت لائحة هذه الشهادات على أن يقوم البنك بإدارة المحفظة بصفته مضاربًا، وأن يلتزم في تنفيذ العمليات الاستثمارية بأحكام الشريعة الإسلامية.

ويحتفظ البنك بسجل خاص للشهادات، ويجوز نقل ملكية الشهادة بعد إجراء تغيير الاسم في السجل المذكور ووفق النموذج المعتمد من البنك، وبتوقيع كلٍّ من البائع والمشتري.

---

(١) انظر: المرجع السابق، (ص ٥) (بتصرف).

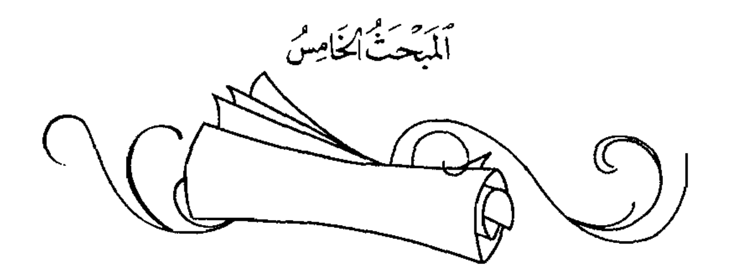
(٢) لمزيد من التفاصيل، انظر: د. عبد الرحمن يسري أحمد، قضايا إسلامية معاصرة في النقود والبنوك والتمويل، مرجع سابق، (ص ٣٥٢، ٣٥٣). د.علي محيي الدين القرة داغي، التطبيقات الشرعية لإقامة السوق الإسلامية، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، مرجع سابق، الدورة الثامنة، العدد الثامن، (١٤١٥هـ)، المجلد الثاني، (ص ٤١٩، ٤٢٠). د. أشرف محمد دوابه، دور الأسواق المالية في تدعيم الاستثمار طويل الأجل في المصارف الإسلامية، مرجع سابق، (ص ١٤٦، ١٤٧).

وحددت اللائحة أيضًا أن يقتصر تداول شهادات الإصدار الأساسي (الأول) على البنوك والمؤسسات المالية الإسلامية، وأن البنك سيعمل على تسجيل شهادات الإصدارات اللاحقة (بعد الإصدار الأساسي) في الأسواق المالية في الدول التي تسمح نظمها بذلك، وبالتالي يتحدد سعرها بالطلب والعرض في هذه الأسواق .

ولكن إلى أن يتم هذا التسجيل يعلن البنك عن استعداده لإعادة شراء ما يعرض عليه من شهادات أو بيع ما يملكه منها؛ وذلك بسعر أساسي يساوي صافي القيمة الاسمية لها، أمَّا بعد البدء في تشغيل المحفظة، فإن البنك سوف يعلن عن سعري الشراء والبيع للشهادات المصدرة في ضوء المركز المالي للمحفظة آخذًا في الحسبان أيضًا ظروف العرض والطلب السائدة في السوق.

***





آليات إصدار الصكوك الإسلامية

يعد إصدار الصكوك الإسلامية على جانب كبير من الأهمية، ويتم إصدار تلك الصكوك وفق مراحل متداخلة ومتشابكة؛ حيث تشتمل عملية الإصدار على خطوات أولية مختلفة يطلق عليها (تنظيم الإصدار) أو (ترتيب الإصدار)، وهذه الخطوات لا تحصل بتسلسل موحد، فقد تتقدم خطوة على أخرى دون أن ينشأ عن ذلك خلل، وقد تتم جميع الخطوات أو يقتصر على بعضها، وأحيانًا توجد بدائل متعددة لاختيار أحدها.

أولًا: خطوات ومراحل إصدار الصكوك الإسلامية:

عادةً ما تتم عملية إصدار الصكوك على النحو الآتي[1]:

١- إعداد التصور والهيكل التنظيمي الذي يمثل آلية الاستثمار بواسطة الصكوك، ودراسة المسائل القانونية والإجرائية، والتنظيمية ودراسات الجدوى، وتضمين ذلك كله في نشرة الاكتتاب. وقد يتزامن مع ذلك وضع النظام أو اللائحة والاتفاقيات التي

---

(١) لمزيد من التفاصيل، انظر: د. عبد الستار أبو غدة، ضوابط الاستثمار بالصكوك لإيجاد السوق الثانوية للتمويلات الإسلامية، (ص ١٦، ١٧).

تحدد حقوق وصلاحيات وواجبات الجهات المختلفة ذات الصلة.

ومن الأهمية حسن اختيار تلك الجهات لإيجاد عوامل الثقة والطمأنينة لدى المكتتبين؛ وهذه الخطوة تتم من قبل الجهة القائمة بعملية إصدار الصكوك، وهي إما من طرف الممولين (بعض البنوك) أو من طرف المستفيد من التمويل (الشركات المحتاجة للتمويل).

وفي غالبية الأحوال تستعين الجهة الراغبة في إصدار الصكوك بمكتب خبرة أو دراسات ليتولى عملية التنظيم لقاء عمولة، ويستعين المرتبون لعملية الإنشاء بشتى الخبرات وعلى رأسها – بالنسبة للصكوك الاستثمارية الإسلامية – هيئة شرعية لاستكمال المتطلبات الشرعية، واستيفاء الأحكام والضوابط؛ للسلامة من المخالفات الشرعية.

٢- تمثيل حملة الصكوك (المستثمرين)؛ وذلك من خلال تأسيس شركة ذات غرض خاص تسجل في مناطق ذات إعفاء ضريبي، وتكون ذات شخصية مستقلة بالرغم من أنها مملوكة بالكامل للمستثمرين، وذلك لتمثلهم في إيجاد العلاقات بالجهات المختلفة، وتقوم هذه الشركة بشراء الموجودات التي ستغطي الوحدات المصدرة.

٣- طرح الصكوك للاكتتاب بهدف جمع الأموال التي ستمول بها الموجودات الممثلة بالصكوك.

٤- تسويق الصكوك: وهي أن يتم الطرح مباشرة إلى الجمهور، وأما أن يتم بيع الصكوك التي تمثل موجودات الأعيان أو المنافع جملة إلى المستثمر الأول الذي يكون مؤسسة وساطة مالية، وذلك للقيام بتسويقها وبيعها إلى حاملي الصكوك.

٥- التعهد بتغطية الاكتتاب: تلقي تعهد بتنظيم الاكتتاب فيما يبقى من الصكوك يتقدم به متعهد تغطية الإصدار؛ حيث يلتزم بشراء ما لم يكتتب فيه ويبيعه تدريجيًّا أو يحتفظ به كليًّا أو جزئيًّا، ثم يتم شراء المستثمرين الآخرين للصكوك من المستثمرين الرئيسيين كليًّا أو جزئيًّا.

ثانيًا: أطراف التعامل في إصدار الصكوك الإسلامية:

يشترك في آلية إصدار الصكوك الإسلامية الأطراف الآتية[1]:

١- مصدر الصك (جهة الإصدار):

هو من يستخدم حصيلة الاكتتاب بصيغة استثمارية شرعية ومصدر الصك قد يكون شركة أو فردًا أو حكومة أو مؤسسة مالية، وقد ينوب عن المصدر في تنظيم عملية الإصدار مؤسسة مالية وسيطة مقابل أجر أو عمولة تحددها نشرة الإصدار.

٢- وكيل الإصدار:

وهو مؤسسة وسيطة تتولى عملية الإصدار وتقوم باتخاذ جميع إجراءاته نيابة عن المصدر مقابل عمولة يحددها الاتفاق أو تتضمنها

---

(١) انظر: المعايير الشرعية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية والإسلامية، مرجع سابق، المعيار رقم (١٧)، (ص ٣٠٣، ٣٠٤).

نشرة الإصدار، وتكون العلاقة بين المصدر ووكيل الإصدار على أساس عقد الوكالة بأجر.

٣- مدير الإصدار:

وهو المؤسسة الوسيطة التي تنوب عن المكتتبين حملة الصكوك في تنفيذ عقد الإصدار مقابل أجر.

٤- متعهد الإصدار:

وهو المؤسسة الوسيطة التي تتعهد بدفع حقوق حملة الصكوك بعد تحصيلها.

٥- مدير الاستثمار:

وهو من يقوم بأعمال الاستثمار أو جزء منها بتعيين من المصدر أو مدير الإصدار وفقًا لما تحدده نشرة الإصدار.

٦- أمين الاستثمار:

وهو المؤسسة المالية الوسيطة التي تتولى مصالح حملة الصكوك والإشراف على مدير الإصدار، وتحتفظ بالوثائق والضمانات، وذلك على أساس عقد وكالة بأجر تحدده نشرة الإصدار.

ثالثًا: العلاقة بين طرفي عقد إصدار الصكوك:

من المعروف أن طرفي عقد إصدار الصكوك هما مصدر الصكوك والمكتتبون فيها؛ وتتحدد العلاقة بين طرفي عقد الإصدار وفق نوع العقد وصفته الشرعية، وبيان ذلك على النحو الآتي[1]:

---

(١) لمزيد من التفاصيل، انظر: المرجع السابق، المعيار رقم (١٧)، (ص ٢٩١ - ٢٩٤).

١ - صكوك ملكية الموجودات المؤجرة:

المصدر لتلك الصكوك بائع عين مؤجرة أو عين موعود باستئجارها، والمكتتبون فيها مشترون لها، وحصيلة الاكتتاب هي ثمن الشراء، ويملك حملة الصكوك تلك الموجودات على الشيوع بغنمها وغرمها؛ وذلك على أساس المشاركة فيما بينهم.

٢- صكوك ملكية المنافع:

٢/ ١- صكوك ملكية الموجودات الموجودة: المصدر لتلك الصكوك بائع لمنفعة العين الموجودة، والمكتتبون فيها مشترون لها، وحصيلة الاكتتاب هي ثمن تلك المنفعة، ويملك حملة الصكوك تلك المنافع على الشيوع بغنمها وغرمها.

٢/ ٢- صكوك ملكية منافع الأعيان الموصوفة في الذمة: المصدر لتلك الصكوك بائع لمنفعة العين الموصوفة في الذمة، والمكتتبون فيها مشترون لها، وحصيلة الاكتتاب هي ثمن تلك المنفعة، ويملك حملة الصكوك تلك المنافع على الشيوع بغنمها وغرمها.

٢/ ٣- صكوك ملكية الخدمات: المصدر لتلك الصكوك هو بائع الخدمة، والمكتتبون فيها مشترون لها، وحصيلة الاكتتاب هي ثمن تلك الخدمة.

ويستحق حملة صكوك بيع المنافع بأنواعها الثلاثة حصيلة إعادة بيع تلك المنافع.

٣- صكوك السلم:

المصدر لتلك الصكوك هو البائع لسلعة السلم، والمكتتبون

فيها هم المشترون للسلعة، وحصيلة الاكتتاب هي ثمن الشراء (رأس مال السلم). ويملك حملة الصكوك سلعة السلم ويستحقون ثمن بيعها، أو ثمن بيع سلعة السلم في السلم الموازي إن وجد.

٤- صكوك الاستصناع:

المصدر لتلك الصكوك هو الصانع (البائع) لسلعة الاستصناع، والمكتتبون فيها هم المشترون للعين المراد صنعها، وحصيلة الاكتتاب هي تكلفة المصنوع، ويملك حملة الصكوك العين المصنوعة، ويستحقون ثمن بيعها، أو ثمن بيع العين المصنوعة في الاستصناع الموازي إن وجد.

٥- صكوك المرابحة:

المصدر لتلك الصكوك هو البائع لبضاعة المرابحة، والمكتتبون فيها هم المشترون لبضاعة المرابحة، وحصيلة الاكتتاب هي تكلفة شراء البضاعة، ويملك حملة الصكوك سلعة المرابحة، ويستحقون ثمن بيعها.

٦- صكوك المشاركة:

المصدر لتلك الصكوك هو طالب المشاركة معه في مشروع معين أو نشاط محدد، والمكتتبون هم الشركاء في عقد المشاركة، وحصيلة الاكتتاب هي حصة المكتتبين في رأس مال المشاركة، ويملك حملة الصكوك موجودات الشركة بغنمها وغرمها، ويستحقون حصتهم في أرباح الشركة إن وجدت.

٧- صكوك المضاربة:

المصدر لتلك الصكوك هو المضارب، والمكتتبون فيها هم أرباب المال، وحصيلة الاكتتاب هي رأس مال المضاربة، ويملك حملة الصكوك موجودات المضاربة، والحصة المتفق عليها من الربح لأرباب المال، ويتحملون الخسارة إن وقعت.

٨- صكوك الوكالة بالاستثمار:

المصدر لتلك الصكوك هو الوكيل بالاستثمار، والمكتتبون هم الموكلون، وحصيلة الاكتتاب هي المبلغ الموكل في استثماره، ويملك حملة الصكوك ما تمثله الصكوك من موجودات بغنمها وغرمها، ويستحقون ربح المشاركة إن وجد.

٩- صكوك المزارعة:

٩/ ١- المصدر لتلك الصكوك هو صاحب الأرض (مالكها أو مالك منافعها)، والمكتتبون فيها هم المزارعون في عقد المزارعة (أصحاب العمل بأنفسهم أو بغيرهم)، وحصيلة الاكتتاب هي تكاليف الزراعة.

٩/ ٢- قد يكون المصدر هو المزارع (صاحب العمل) والمكتتبون هم أصحاب الأرض (المستثمرون الذين اشتريت الأرض بحصيلة اكتتابهم)، ويملك حملة الصكوك الحصة المتفق عليها مما تنتجه الأرض.

١٠- صكوك المساقاة:

١٠/ ١- المصدر لتلك الصكوك هو صاحب الأرض

(مالكها أو مالك منافعها) التي فيها الشجر، والمكتتبون فيها هم المساقون في عقد المساقاة، وحصيلة الاكتتاب هي تكاليف العناية بالشجر.

١٠/ ٢- قد يكون المصدر هو المساقي (صاحب العمل) والمكتتبون هم أصحاب الأرض (المستثمرون الذين سقيت الأرض بحصيلة اكتتابهم)، ويستحق حملة الصكوك الحصة المتفق عليها مما تنتجه الأرض.

١١- صكوك المغارسة:

١١/ ١- المصدر لتلك الصكوك هو مالك أرض صالحة لغرس الأشجار، والمكتتبون فيها هم المغارسون في عقد المغارسة، وحصيلة الاكتتاب هي تكاليف غرس الشجر.

١١/ ٢- قد يكون المصدر هو المغارس (صاحب العمل) والمكتتبون هم أصحاب الأرض (المستثمرون الذين غرست الأرض بحصيلة اكتتابهم)، ويستحق حملة الصكوك الحصة المتفق عليها من الأرض والشجر.

رابعًا: الاكتتاب في الصكوك الإسلامية:

يحكم الاكتتاب في الصكوك الإسلامية ضوابط شرعية؛ فيجوز إصدارها لاستثمار حصيلة الاكتتاب فيها على أساس عقد من عقود الاستثمار الشرعية، ويجوز تصكيك (توريق) الموجودات من الأعيان والمنافع والخدمات؛ وذلك بتقسيمها إلى

حصص متساوية، وإصدار صكوك بقيمتها. أمّا الديون في الذمم فلا يجوز تصكيكها (توريقها) لغرض تداولها.

وتنظم عقود إصدار الصكوك العلاقة بين طرفيها؛ أي مصدر الصك والمكتتب فيه، وتترتب آثار هذه العقود من حقوق والتزامات بين طرفيها بمجرد انعقاد العقد[1].

١ - الإيجاب والقبول في الاكتتاب:

المراد بالإيجاب والقبول العبارات المتقابلة التي تدل على اتفاق الطرفين، ويرى الأحناف أن الإيجاب هو ما صدر ابتداءً من أحد الطرفين، والقبول هو ما صدر ثانيًا من الطرف الآخر معبرًا عن رضاه، بينما يرى الجمهور أن الإيجاب هو ما صدر ممن يكون منه التمليك سواء صدر أولًا أو صدر ثانيًا، والقبول هو ما صدر ممن يصير له الملك وإن صدر أولًا[2].

وقد أخذ برأي الجمهور قرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي بشأن سندات المقارضة؛ حيث جاء فيه: « يقوم العقد في صكوك المقارضة على أساس أن شروط التعاقد تحددها (نشرة الإصدار)، وأن (الإيجاب) يعبر عنه الاكتتاب في هذه الصكوك، وأن القبول يعبر عنه موافقة الجهة المصدرة »[3].

---

(١) انظر: المرجع السابق، المعيار رقم (١٧)، (ص ٢٩٤).

(٢) انظر: د. عز الدين محمد خوجة، صناديق الاستثمار الإسلامية، مجموعة دلة البركة، إدارة التطوير والبحوث، جدة، الطبعة الأولى، (١٤١٤هـ - ١٩٩٣م)، (ص ١٧، ١٨).

(٣) انظر: مجلة مجمع الفقه الإسلامي، مرجع سابق، الدورة الرابعة، القرار الخامس، المجلد الثالث، (ص ٢١٦١).

وهذا القرار ينسجم مع الصورة التي تحتفظ فيها جهة الإصدار بحقها في قبول مشاركة المكتتب ورفضها، أمَّا إذا كانت جهة الإصدار قد أعطت للنشرة صفة الإيجاب الموجه للجمهور الملزم لها طيلة فترة الاكتتاب، وتخلت عن حقها في إبداء الرأي في قبول المشاركة أو عدم قبولها فإن النشرة تعتبر في حد ذاتها إيجابًا ويكون القبول هو تقدم المكتتب للمشاركة والاكتتاب في الصكوك[١] ، وقد جاء في المعايير الشرعية لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية بذات الخصوص: « تمثل نشرة إصدار الصكوك الدعوة التي يوجهها مصدرها إلى المكتتبين، ويمثل الاكتتاب في الصك الإيجاب. أمَّا القبول فهو موافقة الجهة المصدرة، إلا إذا صرح في نشرة الإصدار أنها إيجاب؛ فتكون حينئذ إيجابًا ويكون الاكتتاب قبولًا »[٢].

٢- بيانات نشرة الاكتتاب:

يراعى في نشرة الاكتتاب (الإصدار) أن تشتمل على جميع البيانات المطلوبة شرعًا، بحيث تتضمن ما يلي: [٣]

٢/ ١- شروط التعاقد والبيانات الكافية عن المشاركين في الإصدار وصفاتهم الشرعية وحقوقهم وواجباتهم؛ وذلك مثل

---

(١) انظر: د. عبد الستار أبو غدة، ضوابط الاستثمار بالصكوك لإيجاد السوق الثانوية للتمويلات الإسلامية، مرجع سابق، (ص ١٨) (بتصرف).

(٢) انظر: المعايير الشرعية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية والإسلامية، مرجع سابق، المعيار رقم (١٧)، (ص ٢٩٤).

(٣) لمزيد من التفاصيل، انظر: المرجع السابق، (ص ٢٩٤، ٢٩٥).

وكيل الإصدار، ومدير الإصدار، ومنظم الإصدار، وأمين الاستثمار، ومتعهد التغطية، ووكيل الدفع وغيرهم، كما تتضمن شروط تعيينهم وعزلهم.

٢/ ٢- تحديد العقد الذي تصدر الصكوك على أساسه؛ كبيع العين المؤجرة، أو الإجارة، أو المرابحة، أو الاستصناع، أو السلم، أو المضاربة، أو المشاركة، أو الوكالة، أو المزارعة، أو المغارسة، أو المساقاة.

٢/ ٣- استيفاء العقد الذي أصدر الصك على أساسه لأركانه وشروطه، وأن لا يتضمن شرطًا ينافي مقتضاه أو يخالف أحكامه.

٢/ ٤- النص على الالتزام بأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية، وعلى وجود هيئة شرعية تعتمد آلية الإصدار، وتراقب تنفيذه طوال مدته.

٢/ ٥- النص على أن يتم استثمار حصيلة الصكوك وما تتحول إليه تلك الحصيلة من موجودات بصيغة من صيغ الاستثمار الشرعية.

٢/ ٦- النص على مشاركة مالك كل صك في الغنم وأن يتحمل من الغرم بنسبة ما تمثله صكوكه من حقوق مالية.

٢/ ٧- عدم النص على ضمان مصدر الصكوك للقيمة الاسمية للصك في غير حالات التعدي أو التقصير، ولا قدرًا معينًا من الربح(١).

---

(١) جاء بقرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي بشأن سندات المقارضة: « لا يجوز أن تتضمن نشرة الإصدار ولا الصكوك المصدرة على أساسها نصًا يؤدي إلى احتمال=

٣- التعهد بتغطية الاكتتاب.

قد تسعى جهة الإصدار إلى تغطية الاكتتاب في الصكوك كليًّا أو جزئيًّا من قبل مؤسسة مالية مستعدة لهذا التعهد، « وهذا لا مانع منه شرعًا إذا كان تعهد الملتزم بالاكتتاب بالقيمة الاسمية بدون مقابل لقاء التعهد، ويجوز أن يحصل الملتزم على مقابل عن عمل يؤديه - غير الضمان - مثل إعداد الدراسات أو تسويق الصكوك وفقًا لما جاء بقرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي بذات الخصوص »[1]. فلا يجوز شرعًا تقاضي أي عمولة على الضمان، فلا يجتمع أجر وضمان.

وقد أكدت على ذلك المعايير الشرعية لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية؛ حيث جاء فيها: « يجوز أن تتعهد مؤسسة بشراء ما لم يكتتب فيه من الصكوك، ويكون الالتزام من متعهد الاكتتاب مبنيًّا على أساس الوعد الملزم، ولا يجوز أن يتقاضى المتعهد بالاكتتاب عمولات مقابل ذلك التعهد »[2].

=قطع الشركة في الربح؛ فإن وقع كان العقد باطلًا. ويترتب على ذلك عدم جواز اشتراط مبلغ محدد لحملة الصكوك أو صاحب المشروع في نشرة الإصدار وصكوك المقارضة الصادرة بناءً عليها ». (انظر: مجلة مجمع الفقه الإسلامي، مرجع سابق، الدورة الرابعة، القرار الخامس، المجلد الثالث، (ص ٢١٦٤)).

(١) انظر: مجلة مجمع الفقه الإسلامي، مرجع سابق، الدورة السابعة، القرار الأول بشأن الأسواق المالية، العدد السابع، (١٤١٢هـ - ١٩٩٢م)، المجلد الأول، (ص ٧١٠).

(٢) انظر: المعايير الشرعية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية والإسلامية، مرجع سابق، المعيار رقم (١٧)، (ص ٢٩٥).

٤- مصروفات التأسيس والتسويق للصكوك الإسلامية:

يتطلب إصدار الصكوك الإسلامية القيام بأعمال تحضيرية وتنظيمية وإجرائية؛ كمتطلبات الترخيص، والاستشارات، ونحوها، وهو ما يترتب عليه مصروفات، تسمى مصروفات التأسيس، وعادةً ما تُحمل هذه المصروفات على الصكوك، ويتم خصمها من خلال مطالبة المكتتبين بها عند الاكتتاب، أو خصمها من صافي الربح قبل توزيعه، وهذه المصروفات لا غبار عليها من الناحية الشرعية، إذا كانت تمثل مصروفات فعلية، وعلى أن ينص في نشرة الاكتتاب على تحميلها على رأس المال، مع تحديدها بمبلغ معين أو حد أقصى يذكر في نشرة الاكتتاب، وعلى هذا جاءت إحدى فتاوى الحلقة الفقهية الأولى للبركة؛ إذ نصت على أنه: « يجوز أن تحمل مصروفات إنشاء وتسويق الصناديق والأوعية الاستثمارية على مال المضاربة، إذا تضمنتها نشرة الإصدار وكانت مصاريف فعلية محددة بمبلغ معين، أو بحد أقصى يذكر في النشرة، فإذا لم تتضمنها نشرة الإصدار كانت هذه المصروفات على المضارب »[1].

وجاء بقرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي بذات الخصوص: « إن إضافة نسبة معينة مع قيمة السهم، لتغطية مصاريف الإصدار، لا مانع منها شرعًا ما دامت هذه النسبة مقدرة تقديرًا مناسبًا ».

---

(١) انظر: الفتاوى الشرعية في الاقتصاد لندوات البركة من الأولى (١٤٠٣هـ)، حتى السادسة (١٤١٠هـ)، مجموعة دلة البركة، إدارة التطوير والبحوث، جدة، الطبعة الثالثة، (١٤١٣هـ - ١٩٩٣م)، (ص ١٤١).

كما جاء بالمعايير الشرعية لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية: « يجوز إضافة نسبة معينة مع قيمة السهم لتغطية مصروفات الإصدار ما دامت تلك النسبة مقدرة تقديرًا مناسبًا »[(١)].

ولا يختلف الأمر بالنسبة لمصروفات التسويق، فقد تسعى الجهة المصدرة للصكوك إلى توسيع دائرة الطلب على الصكوك من خلال مؤسسات تسويقية لتسويق الصكوك؛ حيث تتولى حث تلك المؤسسات المستثمرين على الاكتتاب في الصكوك المطروحة من خلال عدة مهام تقوم بها في هذا المجال، بصفتها وكيلة عن الجهة المصدرة للصكوك، وتتقاضى مقابل ذلك على عمولات محددة، وحكمها الشرعي هو حكم مصروفات التأسيس.

٥- تقسيط سداد قيمة الصكوك الإسلامية عند الاكتتاب:

قد تقوم الجهة المصدرة بإتاحة الفرصة لأكبر عدد من المكتتبين من خلال إتاحة دفع قيمة الصك مقسطًا، وقد جاء بقرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي بذات الخصوص: « لا مانع شرعًا من أداء قسط من قيمة السهم المكتتب فيه، وتأجيل سداد بقية الأقساط؛ لأن ذلك يعتبر من الاشتراك بما عجل دفعه، والتواعد على زيادة رأس المال، ولا يترتب على ذلك محذور؛ لأن هذا يشمل جميع الأسهم، وتظل مسؤولية الشركة بكامل رأس

---

(١) انظر: المعايير الشرعية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية والإسلامية، مرجع سابق، المعيار رقم (١٢)، (ص ٢٠١).

ماها المعلن بالنسبة للغير؛ لأنه هو القدر الذي حصل العلم والرضا به من المتعاملين مع الشركة »[١].

وجاء بالمعايير الشرعية لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية: « يجوز تقسيط قيمة الصك عند الاكتتاب بأداء قسط وتأجيل سداد بقية الأقساط، فيعتبر المكتتب مشتركًا بما عجل دفعه ، وملتزمًا بزيادة رأس ماله في الشركة، شريطة أن يكون التقسيط شاملًا جميع الصكوك، وأن تبقى مسؤولية الشركة بقيمة الأسهم المكتتب بها »[٢].

٦- أجل الصكوك الإسلامية:

يجوز أن تصدر الصكوك الإسلامية لآجال قصيرة،أو متوسطة، أو طويلة بالضوابط الشرعية، وقد تصدر دون تحديد أجل؛ وذلك بحسب طبيعة العقد الذي تصدر الصكوك على أساسه[٣].

٧ - أجر وحافز مدير الاستثمار:

مدير الاستثمار يدير استثمارات الصكوك الإسلامية إما بصفته أجيرًا أو وكيلًا للاستثمار، فيشبه السمسار ويتقاضى أتعابًا أو أجرًا، وإما بصفته مضاربًا أو شريكًا عاملًا له حصة شائعة ومعلومة من الربح.

---

(١) انظر: مجلة مجمع الفقه الإسلامي، مرجع سابق، الدورة السابعة، القرار الأول بشأن الأسواق المالية، العدد السابع، (١٤١٢هـ - ١٩٩٢م)، المجلد الأول، (ص ٧١٠).

(٢) انظر: المعايير الشرعية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية والإسلامية، مرجع سابق، المعيار رقم (١٢)، (ص ٢٠٢).

(٣) انظر: المرجع السابق، المعيار رقم (١٧)، (ص ٢٩٥).

وقد تقوم جهة الإصدار بتحديد أتعاب أو أجر مدير الاستثمار على أساس نسبة من صافي الأصول؛ ونظرًا لأن مدير الاستثمار وكيل بأجر فإن هذا النوع من الأتعاب جائز شرعًا، وهذا يفهم من قول ابن قدامة: « وإن استأجره على رعايتها (يقصد الغنم) مدة معلومة بنصفها أو جزء معلوم منها صحَّ؛ لأن العمل والأجر والمدة معلوم فصحَّ »[1].

كما قد يتم دفع أتعاب مدير الاستثمار على دفعات، سواء في بداية كل فترة معينة، أو في نهايتها، وهذا الأمر مسألة خلافية بين الفقهاء. « وبداية تجب التفرقة بين استحقاق الأجر، ويكون بمجرد التعاقد بلا خلاف بين الفقهاء، وبين تملكه وحق المطالبة والتي يرى الشافعية والحنابلة أن ذلك يجب بمجرد التعاقد، وبالتالي يجوز تعجيلها أو دفعها مقدمًا، بينما يرى الحنفية والمالكية أن الأجر يتملك بعد استيفاء المنفعة في نهاية كل مدة لها وقع في الأجر، وبالتالي يجوز تأخيرها إلى نهاية المدة »[2].

كما قد يحصل مدير الاستثمار سواء أكان أجيرًا أو وكيلًا للاستثمار أو مضاربًا أو شريكًا على حافز حسن أداء كنسبة من صافي فائض الأرباح إذا زادت الأرباح عن حد معين.

---

(١) ابن قدامة، المغني، مكتبة الرياض الحديثة، الرياض، بدون تاريخ نشر، (٥/ ٤٤٢).

(٢) د.محمد عبد الحليم عمر، المعالجة المحاسبية لأرباح صناديق الاستثمار من منظور إسلامي، بحث مقدم إلى ندوة صناديق الاستثمار في مصر الواقع والمستقبل مركز صالح عبد الله كامل، جامعة الأزهر، السبت ١٣من ذي القعدة (١٤١٧هـ)- الموافق ٢من مارس (١٩٩٧م)، (ص ٥٥).

وهذا الأمر مسألة خلافية بين الفقهاء، فيرى جمهور الفقهاء عدم جواز منح هذه الأتعاب كجزء من أجر مدير الاستثمار؛ لأن ذلك يدخل فقهًا في مسألة كون الأجر جزءًا من ناتج العمل، وهذا ما يفهم من قول ابن قدامة: « ولو استأجر راعيًا لغنم بثلث درها ونسلها وصوفها وشعرها، أو نصفه أو جميعه لم يجز، نص عليه أحمد؛ لأن الأجر غير معلوم ولا يصلح عوضًا في البيع »[١].

ورغم ذلك؛ فإن ابن قدامة ذكر صورة شبيهة بهذه الأتعاب وأجازها. وهذا ما يفهم من قوله: « إذا قال: بع هذا الثوب بعشرة فما زاد عليها فهو لك صحَّ، واستحق الزيادة، وقال الشافعي لا يصح، ولنا أن ابن عباس كان لا يرى بذلك بأسًا؛ ولأنه تصرف في ماله بإذنه، فصح شرط الربح لـه في الثاني، كالمضارب والعامل في المساقاة »[٢].

ووفقًا لهذا القول الذي يعكس سعة الفقه الإسلامي؛ فإن أتعاب حسن الأداء تجوز شرعًا. وقد جاء بالمعايير الشرعية بشأن المضاربة أنه: « إذا اشترط أحد الطرفين لنفسه مبلغًا مقطوعًا فسدت المضاربة، ولا يشمل هذا المنع إذا اتفق الطرفان على أنه إذا زادت الأرباح عن نسبة معينة فإن أحد طرفي المضاربة يختص بالربح الزائد عن تلك النسبة، فإذا كانت الأرباح بتلك النسبة

---

(١) ابن قدامة، المغني، مرجع سابق، (٥/ ٤٤٢).

(٢) المرجع السابق، (٥/ ١٤٨).

أو دونها فتوزيع الأرباح على ما اتفقا عليه »[١].

٨- التعهد بضمان القيمة الاسمية للصكوك الإسلامية:

قد يكون هذا التعهد من جهة الإصدار، أو من طرف ثالث.

٨/ ١- التعهد من جهة الإصدار: قد تهدف جهة الإصدار إلى المحافظة على نوعية معينة من المستثمرين، وتسعى إلى تجنيبهم تحمل أي خسائر يمكن أن تلحق بهم؛ وذلك عن طريق تعهدها بإعادة شراء الصكوك المكتتب فيها، من قبل هؤلاء المستثمرين، بنفس القيمة الاسمية المكتتب فيها، والإعلان عن ذلك من خلال نشرة الاكتتاب.

وهذا الأمر لا يجوز شرعًا؛ لأنه من قبيل ضمان الشريك لرأس المال، فيضمن رب المال بذلك أصل ماله، بالإضافة إلى ما قد يحصل لـه من أرباح خلال امتلاكه للورقة المالية، وهذا ممنوع شرعًا.

ويرى بعض فقهاء المالكية جواز تطوع المضارب بالضمان منفصلًا عن عقد المضاربة؛ أي بعد تمام العقد فلا يبني دخول المشارك على وجود ذلك الضمان، وهذا بخلاف رأي الجمهور الذين يمنعون ذلك؛ لأن المضارب يكون متهمًا برغبته في استدراج رب المال وإبقاء رأس المال بيده[٢].

---

(١) انظر: المعايير الشرعية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية والإسلامية، مرجع سابق، المعيار رقم (١٣)، (ص ٢٢٤).

(٢) لمزيد من التفاصيل، انظر: د. عز الدين خوجة، صناديق الاستثمار الإسلامية مرجع سابق، (ص ٥٤). د. عبد الستار أبو غدة، ضوابط الاستثمار بالصكوك لإيجاد السوق الثانوية للتمويلات الإسلامية، مرجع سابق، (ص ٢٠).

والاستثمار في الإسلام يقوم على الغنم والغرم، وهذا هو مدلول الصكوك؛ فالأصل فيها المشاركة بين أطرافها في الربح والخسارة دون مغنم لأحدهما على حساب مغرم للآخر.

وعندما تكون العلاقة بين المصدر وحملة الصكوك هي الشركة في رأس المال أو الربح، (أي المشاركة أو المضاربة)، فإن الوعد بالشراء بالصفة المذكورة يؤول إلى ضمان الشريك لحصة شريكه أو المضارب لرأس المال والربح، وهذا مخالف لإجماع المسلمين قديمًا وحديثًا؛ ولذلك فهو غير مقبول[١].

وعلى ذلك؛ فلا يجوز لجهة الإصدار أن تتعهد بضمان القيمة الاسمية للصكوك، وقد جاء بقرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي بشأن سندات المقارضة بذات الخصوص: « لا يجوز أن تشتمل نشرة الإصدار أو صكوك المقارضة على نص بضمان عامل المضاربة رأس المال أو ضمان ربح مقطوع أو منسوب إلى رأس المال؛ فإن وقع النص على ذلك صراحة أو ضمنًا بَطَلَ شرط الضمان واستحق المضارب ربح مضاربة المثل »[٢].

كما جاء بقرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي بشأن صكوك الإجارة بذات الخصوص: « لا يجوز أن يضمن مصدر الصكوك

---

(١) د. محمد علي القري، كيف تتوافق الصكوك مع أحكام الشريعة الإسلامية، ورقة مقدمة إلى المؤتمر السابع للهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية بالبحرين، (٢٧- ٢٨ مايو ٢٠٠٨م)، (ص ٧).

(٢) انظر: مجلة مجمع الفقه الإسلامي، مرجع سابق، الدورة الرابعة، القرار الخامس، المجلد الثالث، (ص ٢١٦٤).

أو مديرها أصل قيمة الصك أو عائده، وإذا هلكت الأعيان المؤجرة كليًّا أو جزئيًّا؛ فإن غرمها على حملة الصكوك »[١].

وجاء بالمعايير الشرعية لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية بهذا الشأن ما يلي:

- « يراعى في نشرة الإصدار أن لا تشتمل على أي نص يضمن به مصدر الصك لمالكه قيمة الصك الاسمية في غير حالات التعدي أو التقصير، ولا قدرًا معينًا من الربح »[٢].

- « لا يجوز أن تشتمل شروط الشركة أو أسس توزيع أرباحها على أي نص أو شرط يؤدي إلى احتمال قطع الاشتراك في الربح؛ فإذا وقع كان العقد باطلًا »[٣].

- « يجوز أن يصدر أحد أطراف الشركة وعدًا ملزمًا بشراء موجودات الشركة خلال مدتها أو عند التصفية بالقيمة السوقية، أو بما يتفق عليه عند الشراء، ولا يجوز الوعد بالشراء بالقيمة الاسمية »[٤].

- « لا يجوز اشتراط الضمان على المضارب أو وكيل الاستثمار سواء كان الضمان للأصل أم للربح، ولا يجوز تسويق

---

(١) انظر: مجلة مجمع الفقه الإسلامي، مرجع سابق، جدة ، الدورة الخامسة عشرة، القرار الثالث بشأن صكوك الإجارة، (١٤٢٥هـ - ٢٠٠٤م).

(٢) انظر، المعايير الشرعية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية والإسلامية، مرجع سابق، المعيار رقم (١٧)، (ص ٢٩٥).

(٣) انظر: المرجع السابق، المعيار رقم (١٢)، (ص ١٩٨).

(٤) انظر: المرجع السابق، المعيار رقم (١٢)، (ص ١٩٩).

عملياتها على أنها استثمار مضمون »[١].

كما أكد المجلس الشرعي بهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية على أنه: « لا يجوز للمضارب أو الشريك أو وكيل الاستثمار أن يتعهد بشراء الأصول من حملة الصكوك أو ممن يمثلهم بقيمتها الاسمية عند إطفاء الصكوك في نهاية مدتها، ويجوز أن يكون التعهد بالشراء على أساس صافي قيمة الأصول أو القيمة السوقية أو القيمة العادلة أو بثمن يتفق عليه عند الشراء، علمًا بأن مدير الصكوك ضامن لرأس المال بالقيمة الاسمية في حالات التعدي أو التقصير ومخالفة الشروط، سواء كان مضاربًا أم شريكًا أم وكيلًا بالاستثمار.

أمَّا إذا كانت موجودات صكوك المشاركة أو المضاربة أو الوكالة بالاستثمار تقتصر على أصول مؤجرة إجارة منتهية بالتمليك، فيجوز لمدير الصكوك التعهد بشراء تلك الأصول - عند إطفاء الصكوك - بباقي أقساط الأجرة لجميع الأصول، باعتبارها تمثل صافي قيمتها.

ويجوز للمستأجر في التعهد في صكوك الإجارة شراء الأصول المؤجرة عند إطفاء الصكوك بقيمتها الاسمية على ألا يكون شريكًا أو مضاربًا أو وكيلًا بالاستثمار »[٢]. ولا يقال إنها

---

(١) انظر: المرجع السابق، المعيار رقم (٥)، (ص ٥٦).

(٢) انظر: توصيات المجلس الشرعي بهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المؤتمر السابع للهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، المنامة، (٢٢-٢٣ جمادى الأولى ١٤٢٩هـ)، (٢٧-٢٨ مايو ٢٠٠٨م).

أصبحت بذلك مثل السند التقليدي؛ إذ السند دين، أمَّا صك الإجارة فهو ملكية أصل مؤجر[١].

٨/ ٢- التعهد من طرف ثالث مستقل: قد يقوم طرف ثالث مستقل في شخصيته وذمته المالية عن طرفي التعاقد بضمان القيمة الاسمية للصكوك، وهذا جائز شرعًا؛ لأن ذلك التعهد وعد بالبيع بطريق (بيع التولية) بمثل الثمن الأول، وهو من بيوع الأمانة المعروفة، وكما تصح المواعدة على الشراء والبيع بالمساومة أو بسعر السوق يوم البيع، يصح أن يكون السعر فيها هو سعر الشراء الأصلي دون مراعاة تغيير القيم[٢].

وقد جاء بقرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي بشأن سندات المقارضة بذات الخصوص: « ليس هناك ما يمنع شرعًا من النص في نشرة الإصدار أو صكوك المقارضة على وعد طرف ثالث منفصل في شخصيته وذمته المالية عن طرفي العقد بالتبرع بدون مقابل بمبلغ مخصص لجبر الخسران في مشروع معين، على أن يكون التزامًا مستقلًّا عن عقد المضاربة، بمعنى أن قيامه بالوفاء بالتزامه ليس شرطًا في نفاذ العقد، وترتب أحكامه عليه بين أطرافه، ومن ثم فليس لحملة الصكوك أو عامل المضاربة الدفع ببطلان المضاربة أو الامتناع عن الوفاء بالتزاماتهم بها

---

(١) انظر: د. محمد علي القري، كيف تتوافق الصكوك مع أحكام الشريعة الإسلامية، مرجع سابق، (ص ٧).

(٢) انظر: د.عبد الستار أبو غدة، الأجوبة الشرعية في التطبيقات المصرفية، مرجع سابق، (ج ١)، الفتوى رقم (٤٦).

بسبب عدم قيام المتبرع بالوفاء بما تبرع به، بحجة أنَّ هذا الالتزام كان محل اعتبار في العقد »[١].

وجاء بالمعايير الشرعية لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية: « يجوز أن يتبرع بالضمان طرف ثالث مستقل، كما يجوز أن يقدم مصدر الصك لمالكه بعض الضمانات العينية أو الشخصية لضمان مسؤوليته في حالات تعديه أو تقصيره »[٢].

٩- اشتراط جهة الإصدار على المستثمر بيع الصكوك الإسلامية:

قد تلزم جهة الإصدار المكتتبين ببيع صكوكهم لها من خلال النص صراحة على ذلك في نشرة الاكتتاب، وهذا الأمر لا يجوز شرعًا. وقد جاء بقرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي بشأن سندات المقارضة بذات الخصوص: « لا يجوز أن تشتمل نشرة الإصدار ولا صك المقارضة الصادر بناء عليها على نص يلزم بالبيع ولو كان معلقًا أو مضافًا للمستقبل؛ وإنما يجوز أن يتضمن صك المقارضة وعدًا بالبيع وفي هذه الحالة لا يتم البيع إلا بعقد بالقيمة المقدرة من الخبراء وبرضا الطرفين »[٣].

١٠- تعهد جهة الإصدار بتقديم قروض للمستثمرين عند نقص الربح:

---

(١) انظر: مجلة مجمع الفقه الإسلامي، مرجع سابق، الدورة الرابعة، القرار الخامس، المجلد الثالث، (ص ٢١٦٤).

(٢) انظر: المعايير الشرعية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية والإسلامية، مرجع سابق، المعيار رقم (١٧)، (ص ٢٩٥).

(٣) انظر: مجلة مجمع الفقه الإسلامي، مرجع سابق، الدورة الرابعة، القرار الخامس، المجلد الثالث، (ص ٢١٦٣).

قد تتعهد جهة الإصدار تقديم قروض للمستثمرين عند نقصان الربح الحقيقي عن الربح المتوقع؛ وهذا داخل في بيع وسلف، وقد ثبت عن النبي ﷺ أنه نهى عن بيع وسلف[١].

وقد جاء بتوصيات المجلس الشرعي بهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية أنه: « لا يجوز لمدير الصكوك، سواء أكان مضاربًا أم شريكًا أم وكيلًا بالاستثمار أن يلتزم بأن يقدم إلى حملة الصكوك قرضًا عند نقص الربح الفعلي عن الربح المتوقع »[٢].

١١- الاحتياطي الرأسمالي:

قد تقوم جهة الإصدار بتكوين احتياطي لتغطية حالة نقص الربح الفعلي عن الربح المتوقع؛ وهذا جائز شرعًا شريطة أن يكون منصوصًا على ذلك في نشرة الاكتتاب[٣].

وقد جاء في قرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي بشأن سندات المقارضة بذات الخصوص: « ليس هناك ما يمنع شرعًا من النص في نشرة الإصدار على اقتطاع نسبة معينة في نهاية كل دورة إمَّا من حصة الصكوك في الأرباح في حالة وجود تنضيض

---

(١) انظر: محمد تقي العثماني، الصكوك وتطبيقاتها المعاصرة، ورقة مقدمة إلى المؤتمر السابع للهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، مرجع سابق، (ص ٨).

(٢) انظر: توصيات المجلس الشرعي بهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المؤتمر السابع للهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، مرجع سابق.

(٣) انظر: المرجع السابق (بتصرف).

دوري، وإمَّا من حصصهم في الإيراد أو الغلة الموزعة تحت الحساب، ووضعها في احتياطي خاص لمواجهة مخاطر خسارة رأس المال »[١].

وجاء في المعايير الشرعية لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية: « يجوز أن ينظم مصدر أو حملة الصكوك طريقة مشروعة للتحوط من المخاطر أو للتخفيف من تقلبات العوائد الموزعة (احتياطي معدل التوزيع)؛ مثل إنشاء صندوق تأمين إسلامي بمساهمات من حملة الصكوك أو الاشتراك في تأمين إسلامي (تكافلي) بأقساط تدفع من حصة حملة الصكوك في العائد أو من تبرعات حملة الصكوك. لا مانع شرعًا من اقتطاع نسبة معينة من العائد »[٢].

هذا ومن الجدير بالذكر؛ أن الفقهاء اختلفوا في من يحق له الاستفادة من الاحتياطي، وذلك على أساس أن الاحتياطيات تستقطع كل فترة معينة، وقد يستفيد منها نفس المستثمرين الذين استقطعت منهم تلك المبالغ، أو قد يستفيد منها مستثمرون آخرون غيرهم؛ حيث إن نوعيات المستثمرين في قابلة للتبديل والتغيير من فترة لأخرى.

فذهب جمهور الفقهاء إلى أن الربح مختص بالمتعاقدين

---

(١) انظر: مجلة مجمع الفقه الإسلامي، مرجع سابق، الدورة الرابعة، القرار الخامس، المجلد الثالث، (ص ٢١٦٤).

(٢) انظر: المعايير الشرعية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية والإسلامية، مرجع سابق، المعيار رقم (١٧)، (ص ٢٩٦).

ولا يعدوهما إلى غيرهما؛ فالأصل عندهم أن توزع الأرباح بين الطرفين، ويمنع تخصيص أي جزء منها للغير، وهذا بخلاف رأي المالكية القائل بجواز اتفاق طرفي العقد على تخصيص جزء من الربح، أو (كله) إلى الغير؛ لأن المتعاقدين يكونان قد تبرعا بذلك الجزء من الربح، فكان ذلك هبة وقربة للّـه تعالى ولا يمنعان منها[١]. وفي هذا الإطار جاءت فتوى بنك دبي الإسلامي، التي نصّت على أن: « المقرر شرعًا هو وجوب الوفاء بالعقود، وأن الشروط جائزة بين المسلمين إلا شرطًا حرَّم حلالًا أو أحلَّ حرامًا؛ فإذا تضمن عقد الشركة حكمًا خاصًّا بشأن الاحتياطي عند خروج أحد الشركاء تعين العمل به، ويجوز الاتفاق على أن يذهب الاحتياطي كله إلى أغراض الخير، وإذا لم ينص العقد على شيء من ذلك كان من حق الشريك الحصول على نصيبه في الاحتياطي، طالما كان العقد يكفل لـه الخروج من الشركة في أي وقت يشاء »[٢].

وبناءً على ذلك؛ فإن حامل الصكوك عند استردادة لها يكون أمام حالتين:

الأولى: أن يستفيد عند استرداده للصكوك بحصته من الأرباح المحتجزة لتكوين الاحتياطي؛ ويترتب على ذلك أن

---

(١) د. عز الدين خوجة، صناديق الاستثمار الإسلامية، مرجع سابق، (ص ٧٠).

(٢) فتاوى بنك دبي الإسلامي، مطبوعات بنك دبي الإسلامي، فتوى رقم (٠٩/ ٨٠٧).

تقوم الجهة المصدرة بالأخذ بعين الاعتبار ذلك الاحتياطي عند إعادة شرائه لصكوكه؛ وهذا هو الأعدل لحاملي الوثائق.

والثانية: أن لا يستفيد عند استرداده للصكوك بالاحتياطي، وفقًا لما تم الاتفاق عليه في التعاقد، من خلال نشرة الاكتتاب، فيكون ذلك من قبيل الإبراء، حيث يبرئ مسترد الصكوك مما في ذمته من حصته في الاحتياطي[١].

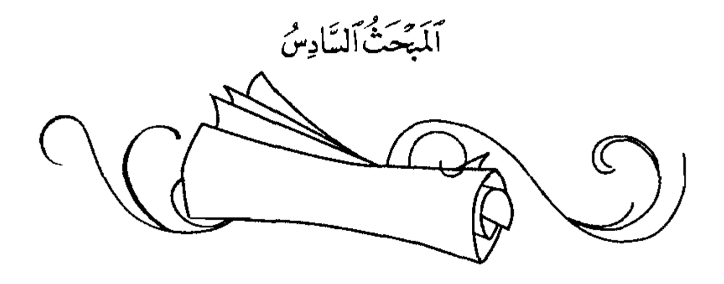
* * *

---

(١) د.عز الدين خوجة وآخرون، المصارف العربية وصناعة صناديق الاستثمار، اتحاد المصارف العربية، بيروت، (١٩٩٥م)، (ص ١٥٤، ١٥٥) (بتصرف).



المَبْحَثُ السَّادِسُ



آليات تداول الصكوك الإسلامية

يمثل الصك الاستثماري ملكية حصة شائعة في المشروع الذي أصدرت الصكوك لإنشائه أو تمويله، وتستمر هذه الملكية طيلة المشروع من بدايته إلى نهايته، وتترتب عليه جميع الحقوق والتصرفات المقررة شرعًا للمالك في ملكه، من بيع وهبة ورهن وإرث وغيرها[1]، ومن هذا المنطلق؛ فإن تداول الصكوك يعني: « التصرف في الحق الشائع الذي يمثله الصك بالبيع أو الرهن أو الهبة أو غير ذلك من التصرفات الشرعية »[2].

وتختلف بطبيعة الحال آلية وضوابط تداول صكوك الاستثمار الشرعية عن تداول سندات القرض بفائدة بفارق اختلاف البيع عن الربا؛ فالصكوك الشرعية هي حصة مشاركة أولًا وليست قرضًا، وهذه الحصة تبدأ نقودًا وقد تتحول إلى أعيان أو منافع

(١) انظر: مجلة مجمع الفقه الإسلامي، مرجع سابق، الدورة الرابعة، القرار الخامس، المجلد الثالث، (ص ٢١٥٩).

(٢) انظر: المعايير الشرعية ، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية والإسلامية، مرجع سابق، المعيار رقم (١٧)، (ص ٣٠٤).

أو ديون ناتجة عن بيوع وليس بسبب يمت إلى القروض بأي صلة. بينما السندات الربوية تباع (حسب العرف المخالف للشرع)، وهي نقود أو تمثل حقًّا نقديًّا يباع أيضًا بالنقود وبأسعار تزيد أو تساوي أو تقل عن القيمة الاسمية المحررة تبعًا لسعر الخصم أي سعر الفائدة[١].

أولًا: الضوابط الشرعية لتداول الصكوك الإسلامية:

لا يوجد في قواعد الشريعة ما يمنع من تداول صكوك الاستثمار الإسلامية[٢]؛ حيث تمثل حصة شائعة في موجودات وتعتبر حيازتها وقبضها حيازة للحصة الشائعة نفسها، فيحق لحاملها التصرف فيها بالبيع والهبة، وغير ذلك من التصرفات المقررة شرعًا للمالك؛ فالشريعة الإسلامية تجيز التصرف في الحصة الشائعة، كما تجيز التصرف في مجموع المال[٣].

ويخضع تداول الصكوك الإسلامية لمجموعة من الضوابط وفقًا لطبيعة الموجودات، والتي تحتوي أحيانًا على خليط من نقود وديون وأعيان ومنافع، أو بعض هذه المكونات منفردة؛ حيث تختلف أحكام التصرف في هذه الصكوك وفقًا لنوعية تلك الموجودات كما يلي[٤]:

---

(١) انظر: د. عبد الستار أبو غدة، ضوابط الاستثمار بالصكوك لإيجاد السوق الثانوية للتمويلات الإسلامية، مرجع سابق، (ص ١٨) (بتصرف).

(٢) د. عبد العزيز الخياط، الشركات في الشريعة الإسلامية والقانون الوضعي، مؤسسة الرسالة، بيروت، الطبعة. الثالثة، (١٩٨٧م)، (٢/ ٢١٦) (بتصرف).

(٣) د. عز الدين محمد خوجة، صناديق الاستثمار الإسلامية، مرجع سابق، (ص ٣٩).

(٤) لمزيد من التفاصيل، انظر: د. أشرف محمد دوابه، صناديق الاستثمار في البنوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق، مرجع سابق، (ص ١٩٤ - ١٩٨).

١ - إذا كانت أكثر الموجودات نقودًا:

تكون الموجودات غالبًا نقودًا في عدة حالات:

١ / ١ - عند بداية طرح الصكوك للاكتتاب، حتى غلق باب الاكتتاب، وتسلم جهة الإصدار للأموال المكتتب فيها؛ أي أثناء فترة الاكتتاب.

١ / ٢ - عند بداية التشغيل، إذا لم يتم استثمار الأموال وتحويلها إلى عمليات استثمارية (أصول ومنافع).

١ / ٣ - عند نهاية مدة المشروع؛ أي قبل تاريخ تصفية المشروع.

وفي هذه الحالات التي تكون فيها الموجودات نقودًا سواء أثناء فترة الاكتتاب أو بعدها؛ فإنه لا يجوز تداول الصكوك بالبيع والشراء إلا وفقًا لأحكام الشريعة الخاصة بمبادلة نقد بنقد، فإنه ليس للمشارك في المشروع في هذه المرحلة أن يطالب بأي ربح إذا رغب في بيع الصكوك التي في حوزته، ولا يجوز أن تباع إلا بقيمتها الاسمية دون زيادة أو نقص[(١)]، ويعتبر هذا البيع إقالة أو فسخًا للاكتتاب وليس عقدًا جديدًا.

٢ - إذا كانت أكثر موجودات الصندوق ديونًا:

تكون الموجودات ديونًا إذا توجه المشروع باستثماراته إلى عمليات البيع الآجل، سواء بيع المساومة أو المرابحة أو في عمليات بيع السلم.

فالمشروع حينما يشتري بضائع وأصول، ثم يبيعها بالأجل، يجعل مكوناته ديونًا في ذمة المتعامل معه، كما أن قيام المشروع بدفع

---

(١) د. عز الدين محمد خوجة، صناديق الاستثمار الإسلامية، مرجع سابق، (ص ٤٤).

رأس ماله في بيع السلم يجعل مكوناته – أيضًا – ديونًا؛ لأن المسلم فيه قبل قبضه يعتبر دينًا في ذمة البائع.

وفي هذه الحالة تمثل الصكوك ديونًا، ولا يجوز تداولها وفقًا لرأي الجمهور، ويجوز تداولها وفقًا لرأي المالكية بشروط خاصة مجتمعة نجملها فيما يلي:

أ- أن يعجل المشتري للمدين الثمن حتى لا يكون من باب بيع الكالئ بالكالئ.

ب- أن يكون المدين حاضرًا في بلد المشتري للدين حتى يعلم المشتري للدين حال المدين من فقر أو غنىً.

جـ- أن يكون المدين مقرًّا بالدين؛ فإذا كان منكرًا له فلا يجوز بيع دينه ولو كان ثابتًا بالبينة حسمًا للنزاعات.

د- أن يباع الدين بغير جنسه أو بجنسه بشرط أن يكون مساويًا له.

هـ- ألا يكون الدين نقدًا والثمن نقدًا، وإن اختلف نوع النقود لاشتراط التقابض في صحة بيعها.

و- أن يكون الدين مما يجوز بيعه قبل قبضه، احترازًا مما لو كان طعامًا؛ إذ لا يجوز بيعه قبل قبضه.

ز- ألا يكون بين المشتري والمدين عداوة، أو يقصد المشتري إعنات المدين والإضرار به.

فإن وجدت تلك الشروط جاز بيع الدين وإن تخلف شرط منها منع البيع[1].

---

(١) لمزيد من التفاصيل، انظر: الدسوقي، حاشية الدسوقي على الشرح الكبير، دار =

٣ - إذا كانت الموجودات أعيانًا أو منافع:

تكون الموجودات أعيانًا أو منافع بعد التشغيل، وتحويل حصيلة الاكتتاب إلى عمليات استثمارية؛ وذلك كأن يشتري المشروع آلات ومعدات وأصولًا مختلفة لتأجيرها، أو أن يشتري أراضي لاستصلاحها أو البناء عليها وتأجيرها.

وسواء كانت الموجودات أعيانًا فقط، أو منافع فقط، أو أعيانًا ومنافع معًا؛ فإن الصكوك تمثل حصة في أعيان مالية ويجوز بالتالي تداولها دون أي قيد أو شرط[١].

٤ - إذا كانت الموجودات خليطًا من: النقود، والديون، والأعيان والمنافع:

وفي هذه الحالة تمثل الصكوك حصة شائعة في الموجودات التي تتكون من خليط من النقود والديون والأعيان والمنافع.

والتوجه العام هنا أن تعامل هذه الصكوك مثل معاملة الأسهم في الشركات، بحيث يمكن تداولها بالبيع والشراء بتراضي الطرفين، وبالقيمة التي يتفق عليها سواء كانت أقل أو أكثر من القيمة الاسمية

=إحياء الكتب العربية، عيسى البابي الحلبي وشركاه، القاهرة، بدون تاريخ نشر، (٣/ ٦٣)، الموسوعة الفقهية، وزارة الأوقاف والشؤون الإسلامية، الكويت، الطبعة الثانية، (١٩٨٩م)، (٢١/ ٣٢). د. حسين حامد حسان، قابلية تداول أسهم الشركات والمؤسسات المالية، ورقة عمل مقدمة إلى المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب التابع للبنك الإسلامي للتنمية بجدة، في ندوة الصناعة المالية الإسلامية بالإسكندرية، (رجب ١٤٢١هـ)، (أكتوبر ٢٠٠٠م)، (ص ٢٤ - ٣٢).

(١) د. عز الدين محمد خوجة، صناديق الاستثمار الإسلامية، مرجع سابق، (ص ٤٧).

المعلنة، وذلك تبعًا للنتائج التي يحققها المشروع، ولكن هذا التعامل مشروط عند بعض الفقهاء بأن تكون الأعيان والمنافع غالبة على النقود والديون؛ لأن الشريعة الإسلامية تجعل الحكم للغالب، وهذا ما أخذ به قرار مجمع الفقه الإسلامي[١]، بينما اكتفى البعض الآخر بوجود الخلطة دون اشتراط الغلبة؛ وذلك أخذًا بمبدأ التبعية؛ لأنه يجوز تبعًا ما لا يجوز استقلالًا، وذهبت فتاوى مجموعة البركة في ندوتها الثانية إلى هذا الرأي الأخير[٢]، وذهب المستشار الشرعي لمجموعة دلة البركة إلى مثل القول السابق[٣].

وقد بيّن مجمع الفقه الإسلامي الدولي ضوابط تداول الصكوك من خلال قراره بشأن سندات المقارضة الذي جاء فيه بذات

---

(١) انظر: مجلة مجمع الفقه الإسلامي، مرجع سابق، الدورة الرابعة، القرار الخامس، المجلد الثالث، (ص ٢١٦١ – ٢١٦٣).

(٢) انظر: د.عز الدين خوجة وآخرون، المصارف العربية وصناعة صناديق الاستثمار، مرجع سابق، (ص ١٤٥).

(٣) جاء في الأجوبة الشرعية للمستشار الشرعي لمجموعة دلة البركة: « لا بد أن تشتمل العمليات على تعامل بأعيان ومنافع إلى جانب النقود والديون، ولا يشترط أن تكون غالبية، وإن كان الأولى ذلك، فيكفي وجود أعيان ومنافع، ودليل ذلك حديث رسول الله ﷺ: « ومن باع عبدًا أو له مال، فماله للبائع إلا أن يشترطه المبتاع »، فإذا اشترطه المبتاع (المشتري) كان ذلك قيمة شراء لعين ونقد بالنقد، وقد يكون المال الذي يحوزه العبد أكثر من قيمته بكثير، فيغتفر لكون النقد - هنا تابعًا - والنقود في المضاربة أو المشاركة تابعة للأعيان والمنافع التي هي الأصل بحسب طبيعة المشاركة؛ لكونها متاجرة بالسلع لتحقيق ربح مشترك ».
انظر: د.عبد الستار أبو غدة، الأجوبة الشرعية في التطبيقات المصرفية، مجموعة دلة البركة، إدارة التطوير والبحوث، جدة، (١٩٩٢م، ١٩٩٣م)، (ج ١)، الفتوى رقم (٤١). والحديث رواه سالم عن أبيه مرفوعًا، انظر: أبو داود، سنن أبي داود، دار الحديث، القاهرة، (١٩٨٨م)، (٣/ ٢٦٦).

الخصوص: « تكون صكوك المقارضة قابلة للتداول بعد انتهاء الفترة المحددة للاكتتاب، باعتبار ذلك مأذونًا فيه من المضارب عند نشوء السندات، **مع مراعاة الضوابط الآتية:**

أ- إذا كان مال القراض المتجمع بعد الاكتتاب وقبل المباشرة في العمل بالمال ما يزال نقودًا؛ فإن تداول صكوك المقارضة يعتبر مبادلة نقد بنقد وتطبق عليه أحكام الصرف.

ب- إذا أصبح مال القراض ديونًا تطبق على تداول صكوك المقارضة أحكام تداول التعامل بالديون.

جـ- إذا صار مال القراض موجودات مختلطة من النقود والديون والأعيان والمنافع؛ فإنه يجوز تداول صكوك المقارضة وفقًا للسعر المتراضي عليه، على أن يكون الغالب في هذه أعيانًا ومنافع.... وفي جميع الأحوال يتعين تسجيل التداول أصوليًّا في سجلات الجهة المصدرة »[1].

كما بينت المعايير الشرعية لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية والإسلامية ضوابط تداول الصكوك - بصورة أكثر تفصيلًا - من خلال القواعد الآتية[2]:

١- يجوز تداول الصكوك واستردادها إذا كانت تمثل حصة شائعة في ملكية موجودات من أعيان أو منافع أو خدمات، بعد

(١) انظر: مجلة مجمع الفقه الإسلامي، مرجع سابق، الدورة الرابعة، القرار الخامس، المجلد الثالث، (ص ٢١٦١ – ٢١٦٣).

(٢) انظر: المعايير الشرعية ، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية والإسلامية، مرجع سابق، المعيار رقم (١٧)، (ص ٢٩٦، ٢٩٧).

قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك وبدء النشاط، أمَّا قبل بدء النشاط فتراعى الضوابط الشرعية لعقد الصرف، كما تراعى أحكام الديون إذا تمت التصفية وكانت الموجودات ديونًا، أو تم بيع ما تمثله الصكوك بثمن مؤجل.

٢- يجوز تداول الصكوك بأي طريقة متعارف عليها فيما لا يخالف الشرع؛ مثل القيد في السجلات، أو الوسائل الإلكترونية، أو المناولة إذا كانت لحاملها.

٣- يجوز تداول صكوك ملكية الموجودات المؤجرة أو الموعود باستئجارها منذ لحظة إصدارها بعد تملك حملة الصكوك للموجودات وحتى نهاية أجلها.

٤- يجوز تداول صكوك ملكية منافع الأعيان (الموجودات) المعينة قبل إعادة إجارة تلك الأعيان؛ فإذا أعيدت الإجارة كان الصك ممثلًا للأجرة، وهي حينئذ دين في ذمة المستأجر الثاني، فيخضع التداول حينئذ لأحكام الضوابط والتصرف في الديون. ويجوز للمصدر أن يسترد صكوك ملكية منافع الأعيان المعينة من حاملها بعد التخصيص ودفع ثمن الاكتتاب سواء كان بسعر السوق أم بالثمن الذي يتراضى عليه العاقدان حين الاسترداد، على أن لا يكون مبلغ الاكتتاب أو مبلغ الاسترداد مؤجلًا.

٥- لا يجوز تداول صكوك ملكية منافع الأعيان الموصوفة في الذمة قبل تعيين العين التي تستوفي منها المنفعة إلا بمراعاة ضوابط التصرف في الديون، فإذا تعينت جاز تداول الصكوك.

٦- يجوز تداول صكوك ملكية الخدمات التي تستوفى من طرف معين قبل إعادة إجارة تلك الخدمات، فإذا أعيدت الإجارة كان الصك ممثلًا للأجرة، وهي حينئذ دين في ذمة المستأجر الثاني فيخضع التداول حينئذ لأحكام وضوابط التصرف في الديون.

٧- لا يجوز تداول صكوك ملكية الخدمات التي تستوفى من طرف موصوف في الذمة قبل تعيين الطرف الذي تستوفى منه الخدمة إلا بمراعاة ضوابط التصرف في الديون، فإذا تعين الطرف جاز تداول الصكوك.

٨- يجوز إجراء إجارة موازية على عين بنفس مواصفات المنفعة لحملة الصكوك في الصور المشروعة في البندين الخامس والسابع أو خدمة بشرط عدم الربط بين عقدي الإيجار.

٩- يجوز للمشتري الثاني لمنافع الأعيان (الموجودات) المعينة أن يبيعها أيضًا، وأن يصدر صكوكًا بذلك.

١٠- يجوز تداول أو استرداد صكوك الاستصناع إذا تحولت النقود إلى أعيان مملوكة لحملة الصكوك في مدة الاستصناع؛ لأنها حينئذ تمثل موجودات يجوز التصرف فيها، أمَّا إذا دفعت حصيلة الصكوك ثمنًا في استصناع موازٍ أو تم تسليم العين المصنعة للمستصنع فإن تداولها يخضع لأحكام التصرفات في الديون؛ حيث إن الصك يمثل حينئذ الثمن في ذمة المستصنع؛ وهو دين نقدي.

١١- لا يجوز تداول صكوك السلم؛ فالصك يمثل حصة في دين السلم ، ويخضع لأحكام تداول الديون.

١٢- لا يجوز تداول صكوك المرابحة بعد تسليم بضاعة المرابحة للمشتري؛ لأن الصكوك حينئذ تمثل دينًا في ذمة المشتري، فلا يجوز تداول الصكوك إلّا بقيود تداول الديون، أما بعد شراء البضاعة وقبل بيعها للمشتري فيجوز التداول؛ لأن الصكوك حينئذ تمثل موجودات يجوز تداولها.

١٣- يجوز تداول صكوك المشاركة وصكوك المضاربة وصكوك الوكالة بالاستثمار بعد قفل باب الاكتتاب، وتخصيص الصكوك وبدء النشاط في الأعيان والمنافع.

١٤- يجوز تداول صكوك المزارعة والمساقاة بعد قفل باب الاكتتاب، وتخصيص الصكوك، وبدء النشاط إذا كان حملة الصكوك مالكي الأرض. أمّا إذا كانوا الملتزمين بالعمل (الزراعة أو السقي) فلا يجوز تداول الصكوك إلّا إذا كان التداول بعد بدو صلاح الزرع أو الثمر.

١٥- يجوز تداول صكوك المغارسة بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك، وبدء النشاط سواء كان حملة الصكوك مالكي الأرض أم الملتزمين بالغرس.

وهكذا؛ فإنه وفقًا لهذه الضوابط يمكن تداول الصكوك الإسلامية القابلة للتداول وبيعها من خلال بورصة الأوراق المالية بالسعر المتراضى عليه، كما يمكن للجهة المصدرة التعهد بإعادة شراء الصكوك تشجيعًا منها للجمهور على الإقدام لشراء الصكوك.

ثانيًا: الضوابط الشرعية لاسترداد الصكوك الإسلامية:

استرداد حاملي الصكوك الإسلامية لقيمتها قبل انقضاء مدتها أمر جائز شرعًا، فهو لا يخرج عن بيع الشريك لحصته في الشركة.

والصورة العامة لاسترداد الصكوك تتم من خلال تعهد الجهة المصدرة لهذه الصكوك بإعادة شرائها؛ إذا رغب حاملوها في استرداد قيمتها أثناء تداولها، والإعلان عن ذلك من خلال نشرة الاكتتاب.

وعليه؛ فإن التكييف الشرعي الصحيح لهذا الأمر يستند على فكرة الإيجاب العام الموجه لجمهور المكتتبين؛ بحيث تلتزم الجهة المصدرة بمقتضاه خلال فترة محددة بشراء صكوكها المعروضة للبيع، ويكون تعهدها هذا ملزم خلال المدة المحددة طبقًا لمذهب المالكية[1].

وقد أقر مجمع الفقه الإسلامي الدولي هذا التكييف؛ حيث جاء بقراره بشأن سندات المقارضة بذات الخصوص: « يجوز تداول صكوك المقارضة في أسواق الأوراق المالية إن وجدت الضوابط الشرعية؛ وذلك وفقًا لظروف العرض والطلب، وتخضع لإرادة العاقدين، كما يجوز أن يتم التداول بقيام الجهة المصدرة في فترات دورية معينة، بإعلان أو إيجاب يوجه إلى الجمهور، تلتزم بمقتضاه خلال مدة محددة، بشراء هذه الصكوك من ربح مال المضاربة

---

(١) د.عز الدين محمد خوجة، صناديق الاستثمار الإسلامية، مرجع سابق، (ص ١٢٩).

بسعر معين، ويحسن أن تستعين في تحديد السعر بأهل الخبرة وفقًا لظروف السوق والمركز المالي للمشروع... كما يجوز الإعلان عن الالتزام بالشراء من غير الجهة المصدرة من مالها الخاص، على النحو المشار إليه »[١].

وإذا كان الفقه الإسلامي يتيح لجهة الإصدار التعهد بإعادة شراء صكوكها، رغبةً منها في جذب المستثمرين، الذين يبحثون عن وعاء استثماري يمكنهم فيه تسييل استثماراتهم بسهولة، فضلًا عن تحقيق أرباح؛ فإن هذا الاسترداد قد يكون بالقيمة الاسمية أو السوقية أو الحقيقية. والتزام الجهة المصدرة بالاسترداد بالقيمة الاسمية أمر لا يجوز شرعًا؛ لأنه من قبيل ضمان رأس المال، أما الاسترداد بالقيمة الحقيقية – أي: على أساس نصيب الصك في صافي الموجودات – فهو أمر يتفق مع النظر الفقهي في أن يكون ثمن البيع الحصة بقيمتها الحاضرة[٢]؛ بل إن هذا هو مقتضى العدل الذي أمرت به الشريعة الإسلامية.

وأمَّا الاسترداد بالقيمة السوقية؛ فهو أمر جائز شرعًا، فيحق تداول الصكوك بالقيمة السوقية؛ لأنه من قبيل بيع حصة شائعة في موجودات بالتراضي، وقد أقر ذلك مجمع الفقه الإسلامي الدولي في قراره بشأن سندات المقارضة؛ حيث جاء فيه: « يجوز تداول

---

(١) انظر: مجلة مجمع الفقه الإسلامي، مرجع سابق، الدورة الرابعة، القرار الخامس، المجلد الثالث، (ص ٢١٦٣، ٢١٦٤).

(٢) لمزيد من التفاصيل، انظر: السرخسي، المبسوط، دار المعرفة للطباعة والنشر، بيروت، الطبعة الثالثة، (١٩٧٨م)، (١١/ ١٦٠ – ١٦٦).

صكوك المقارضة في أسواق الأوراق المالية إن وجدت بالضوابط الشرعية، وذلك وفقًا لظروف العرض والطلب، ويخضع لإرادة العاقدين »[(١)].

كما جاء بقرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي بشأن صكوك الإجارة بذات الخصوص: « يجوز لمالك الصك – أو الصكوك – بيعها في السوق الثانوية لأي مشترٍ بالثمن الذي يتفقان عليه، سواء كان مساويًا أم أقل أم أكثر من الثمن الذي اشترى به؛ وذلك نظرًا لخضوع أثمان الأعيان لعوامل السوق (العرض والطلب) »[(٢)].

وجاء في المعايير الشرعية لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية والإسلامية: « في الصكوك القابلة للتداول يجوز أن يتعهد مصدر الصك في نشرة إصدار الصكوك بشراء ما يعرض عليه من هذه الصكوك بعد إتمام عملية الإصدار بسعر السوق، ولكن لا يجوز أن يكون وعد الشراء بالقيمة الاسمية ... ويجوز استرداد صكوك ملكية الموجودات المؤجرة من مصدرها قبل أجلها بسعر السوق، أو بالسعر الذي يتراضى عليه حامل الصك ومصدره حين الاسترداد »[(٣)].

ولا يختلف تعهد جهة الإصدار بإعادة شراء الصكوك بالقيمة

---

(١) انظر: مجلة مجمع الفقه الإسلامي، مرجع سابق، الدورة الرابعة، القرار الخامس، المجلد الثالث، (ص ٢١٦٢).

(٢) انظر: مجلة مجمع الفقه الإسلامي، مرجع سابق، جدة، الدورة الخامسة عشرة، القرار الثالث بشأن صكوك الإجارة، (١٤٢٥هـ - ٢٠٠٤م).

(٣) انظر: المعايير الشرعية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية والإسلامية، مرجع سابق، المعيار رقم (١٧)، (ص ٢٩٦).

السوقية مع اتفاق جميع الفقهاء على اشتراط أن يكون الثمن في عقد البيع معلومًا غير مجهول، فإنهم اختلفوا في وجوب تحديده تحديدًا كميًّا وقت العقد، أو الاكتفاء بمعرفته وتعيينه بالتراضي بين المتعاقدين، بشأن يمتنع أن تثار بشأنه نزاعات أو خصومات لاحقة.

إن تحديد سعر إعادة الشراء بالقيمة السوقية يعتبر مجرد إيجاب أو وعد بالشراء من الجهة المصدرة، ولا يتم البيع الحقيقي إلَّا في حالة اقتران هذا الإيجاب بالقبول؛ أي عند قيام صاحب الصك بطلب الاسترداد، فلا يوجد مانع شرعي من التواعد على شراء الصكوك لاحقًا بالقيمة السوقية المعلنة يوم الاسترداد، بل إن العدل يقتضي ذلك؛ لأن سعر السوق منضبط ويجب الوفاء بهذا الاتفاق إذا تم الالتزام به[١].

فمراعاة القيمة السوقية وتداول الصكوك الإسلامية على ضوئها لا يتعارض مع الشريعة الغراء؛ إذ للإنسان الحق في بيع ماله (المفرز والمشاع) حسب أسعار السوق، بل هو المطلوب[٢].

ثالثًا: المتاجرة في الصكوك الإسلامية:

تقوم المتاجرة في الصكوك الإسلامية (بيعًا وشراءً) على التوقعات بارتفاع أسعارها ثم بيعها وجني فروق الأسعار كربح رأسمالي.

---

(١) انظر: د.عز الدين خوجة وآخرون، المصارف العربية وصناعة صناديق الاستثمار، مرجع سابق، (ص ١٨١، ١٨٢).

(٢) انظر: د.علي محيي الدين القرة داغي، التطبيقات الشرعية لإقامة السوق الإسلامية، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، مرجع سابق، (٢/ ٣٩٧) (بتصرف).

وهذه المسألة محل خلاف بين الفقهاء المعاصرين، **فمنهم من يرى عدم جوازها شرعًا، وحجتهم في ذلك أن شراء الصكوك بقصد بيعها يؤدي إلى:**

١ - التداول في النقود، لقصر الفترة بين البيع والشراء.

٢ - عدم تحقيق أي قيمة مضافة من هذه المبايعات السريعة.

٣ - المقامرة باسم المضاربة.

٤ - تكوين الربح بعوامل غير سوية كالإشاعات، ونشر معلومات الترويج والأحوال السياسية، ونشر التوقعات الاقتصادية ونحوها.

وفي المقابل يرى المجوزون خلاف ذلك وحجتهم تتمثل فيما يلي:[1]

١ - إن القول بأن شراء الصكوك بقصد بيعها يؤدي بيعها إلى التداول في النقود فيه إغفال لطبيعة الصكوك، من حيث إنها تمثل حصة في موجودات يفترض أنها عند البيع والتداول بأكثر من قيمة الشراء، مشتملة على أعيان ومنافع من النقود والديون. فطبيعة الصكوك قيمية؛ وإن كان مظهرها الخارجي أنها مثلية، فتلك المثلية في التساوي بين القيم، وما تخول حامليها من حقوق إذا كانوا من شريحة واحدة.

٢ - إن القول بأن شراء الصكوك بقصد بيعها لا يحقق أية قيمة مضافة يخالف الواقع؛ فشراء الصكوك بغرض الحصول

---

(١) لمزيد من التفاصيل، انظر: د. عبد الستار أبو غدة، الاستثمار في الأسهم والسندات، مجلة الاقتصاد الإسلامي، بنك دبي الإسلامي، العدد (١٩٠)، رمضان (١٤١٧هـ)، يناير- فبراير (١٩٩٧م)، (ص ٦٠ – ٦٢).

على فروق الأسعار لا يخلو من فائدة في تحريك الأنشطة المختلفة، ولا تظهر هذه الفائدة إلّا بالنظر إلى مجموع التصرفات السابقة واللاحقة لهذا الشراء.

فالثمن الذي يحصل عليه بائع الصك يتيح له خوض أنواع أخرى من التصرفات الاستثمارية، فضلًا عن تمكينه من شراء حصص من أصول مشروعات أخرى لإتاحة السيولة لآخرين ممن ينتفعون بها بأوجه متعددة؛ ولولا إمكانية التسييل المتأخر في الصكوك لتردد المتمولون في حبس أموالهم فيها، سواء عند بداية الاكتتاب أو في المراحل التالية.

فهذه الميزة تجعل البائعين والمشترين يوازنون بين ملكية حصص من موجودات المشروع، وبين ملكية المال الناض من عمليات البيع، ولكلٍّ من الحالتين دواعيها وأهدافها، وينطبق على هذا ما رواه جابرﷺ عن رسول الله ﷺ أنه قال: « **دَعُوا النَّاسَ يَرْزُقِ اللَّـه بَعْضَهُمْ مِنْ بَعْضٍ** »[١].

٣- إن القول بأن شراء الصكوك بقصد بيعها يؤدي إلى تكوين الربح بعوامل غير سوية كالإشاعات ونحوها، مردود عليه بأن كل هذه العوامل واردة في التعامل التجاري الفردي، ولم يؤثر في حكمه الشرعي.

٤- إن القول بأن شراء الصكوك بقصد بيعها قد يحقق أضرارًا نتيجة للتداول السريع والمضاربة؛ فمردود عليه بأن هذا يحدث

---

(١) مسلم، صحيح مسلم، دار إحياء التراث العربي، بيروت، بدون تاريخ نشر، (٣/ ١١٥٧).

إذا لم يتم الالتزام بالضوابط الشرعية لبيع الصكوك، بأن تباع وتتداول الصكوك متفاضلة ومؤجلة في بداية التأسيس عقب جمع نقود الاكتتاب، أو تباع وهي في طور انحصارها في مديونيات.

٥- إن شراء الصكوك بقصد بيعها يمثل عملية تصفية فردية يقوم بها أحد الشركاء بخصوص مساهمته في المشروع، فإذا كان الدخول في المشروع أمرًا مشروعًا؛ فإن الخروج منه أيضًا مشروع بضوابطه، ولا وقت محددًا لمشروعية ذلك من حيث: عدد السنوات، أو الشهور، أو الأيام التي يظل فيها مالك الصك شريكًا في المشروع.

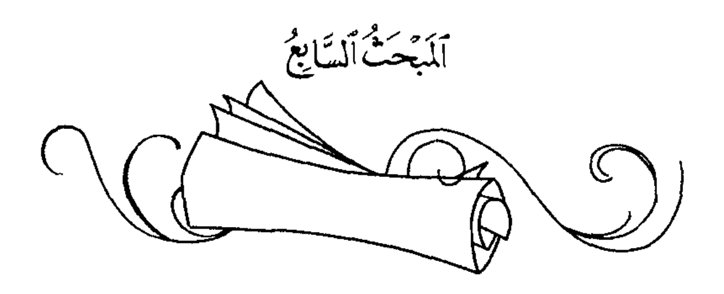
فقد يتخذ مالك الصك قراره ويبيع حصته في المشروع عند أول ارتفاع لقيمة الصك، وهو ارتفاع يفترض أن ينشأ عن ارتفاع قيمة موجودات المشروع؛ وبهذا يصفي مشاركته في المشروع كما لو دخل مع غيره في مشاركة وحيدة الصفقة. وقد يقرر الاستمرار ليقطف ثمرات الصفقات المتتالية داخل المشاركة مرات ومرات طيلة الدورة الزمنية المختارة، وتوزع تبعًا لها الأرباح الدورية (التشغيلية)، وهكذا إلى أن يأتي موعد التصفية الكاملة للمشروع وتوزع بقية أرباحه شاملة للأرباح الرأسمالية.

٦- قد يهدف المستثمر بشراء الصكوك بقصد بيعها غرضًا ثالثًا غير الحصول على ربح أو الحصول على فرق السعر؛ وهو التخلص من لحوق الخسارة فيما إذا هبطت أسعار الصكوك المشتراة، وتأكدت مخاوف مالكها من الضرر اللاحق به لو تمسك بها مع وجود من يشتريها، فلا يوجد دليل شرعي حينئذ يمنع من إخراجها من ملكه، بالقيام ببيعها ضمن الضوابط الشرعية بعيدًا عن الغرر والتدليس والنجش.

وهكذا نجد أن كل رأي له مبرراته، والرأي الثاني يتفق وروح التعامل في الأسواق المالية القائمة على الحرية وصحة ما يتراضى عليه المتعاقدان، ومن يدعي الحرمة فعليه بالدليل؛ فالأصل في المعاملات الإباحة، والبيع والشراء مباح في الشريعة الإسلامية سواء كانت رغبة المشتري تملك الشيء أو بيعه بعد رواجه.

* * *

المَبْحَثُ السَّابِعُ



آليات توزيع أرباح وخسائر وإطفاء الصكوك الإسلامية

أولًا: توزيع أرباح وخسائر الصكوك الإسلامية:

يخضع توزيع الربح والخسارة في الصكوك الإسلامية لقواعد شرعية، فيكون الربح بحصة شائعة ومعلومة بين طرفي التعاقد وفقًا لما اتفقا عليه من خلال شروط نشرة الاكتتاب ودون تحديد مبلغ مقطوع لأحدهما، بينما تكون الخسارة على أرباب الأموال وفقًا لحصة كل شريك في رأس المال، فمالك كل صك يشارك في الغنم، ويتحمل من الغرم بنسبة ما تمثله صكوكه من حقوق مالية. ولا يجوز أن يضمن مصدر الصك لمالكه قدرًا معينًا من الربح. مع التأكيد على أنه لا ربح إلَّا بعد سلامة أصل رأس المال، فالربح وقاية لرأس المال.

ثانيًا: التقويم أو التنضيض الحكمي لأرباح الصكوك الإسلامية:

نظرًا للطابع الجماعي للاستثمار في الصكوك واستمرار النشاط فيها عادة لفترات زمنية متعددة متوسطة وطويلة الأجل، فإن

جهات الإصدار تقوم غالبًا بتوزيع أرباحها في فترات دورية، وتتخذ هذه التوزيعات إحدى طريقتين:

١- **الطريقة الأولى**: توزيع دفعات تحت الحساب إلى أن يتم تصفية الصكوك في نهاية مدتها، وحينئذ يتم تعديل التوزيعات وفقًا للنتائج الفعلية المتحققة، فوفقًا لهذه الطريقة يتم قسمة الربح قبل المفاصلة؛ أي مع استمرار المشروع في نشاطه.

وقد أجاز الشافعية والحنابلة ذلك طالما أن الربح يستقر بالقسمة، بحيث تجبر أي خسارة لاحقة بالربح الأول الموزع؛ لأن الربح كما ذكروا يجب أن يكون وقاية لرأس المال[1]، وقد أقرَّ مجمع الفقه الإسلامي الدولي ذلك من خلال قراره بشأن سندات المقارضة حيث جاء فيه: « ويستحق الربح بالظهور، ويملك بالتنضيض أو التقويم، ولا يلزم إلَّا بالقسمة، وبالنسبة للمشروع الذي يدر إيرادًا أو غلة؛ فإنه يجوز أن توزع غلته، وما يوزع على طرفي العقد قبل التنضيض (التصفية) يعتبر مبالغ مدفوعة تحت الحساب »[2].

وفي نفس الموضوع بحثت الحلقة العلمية الأولى للبركة مسألة توزيع الدخل التشغيلي بنسبة تحت الحساب إلى حين التنضيض، وجاء في فتواها بذات الخصوص: « إذا كان موضوع المضاربة أصولًا تدر دخلًا جاز الاتفاق على توزيع هذا الدخل بين المضارب

---

(١) د. عز الدين خوجة وآخرون، المصارف العربية وصناعة صناديق الاستثمار، مرجع سابق، (ص ١٥٦، ١٥٧).

(٢) انظر: مجلة مجمع الفقه الإسلامي، مرجع سابق، الدورة الرابعة، القرار الخامس، المجلد الثالث، (ص ٢١٦٥). والغلة تطلق على الزيادة العينية في سلع التجارة.

ورب المال بنسبة معينة تحت الحساب، وعلى توزيع ما ينتج من ربح عند بيعها بنسبة أخرى، وإذا بيع الأصل بأقل من ثمن شرائه، فإن هذا النقصان يجبر من الدخل التشغيلي »[1].

٢- **الطريقة الثانية**: توزيع الربح بشكل نهائي في فترات دورية محددة، بحيث تعتبر كل دورة من دورات توزيع الأرباح مستقلة عن الأخرى، دون اللجوء إلى التصفية الفعلية للمشروع.

وتعتبر هذه الطريقة من المسائل الفقهية التي كانت محل بحث من الفقهاء، لا سيما أن استقرار ملك حاملي الوثائق لحصتهم من الربح يتطلب تنضيض مال المشروع بتصفيته، فضلًا عن قبض أصحاب رأس المال لأموالهم وفقًا لقواعد الفقه الإسلامي. ونظرًا **لتعذر ذلك عمليًا فقد عالج الفقهاء المعاصرون ذلك عن طريق ما يلي:**

أ - اعتبار التنضيض الحكمي (التقديري)، أو التقويم بديلًا عن التنضيض الفعلي أو الحقيقي الذي لا يقع إلّا عند نهاية مدة المشروع وتصفيته.

وبهذا لن يتم تصفية المشروع وتحويله إلى نقود قبل تاريخ التصفية؛ بل يتم تقويم دقيق من قبل خبراء مختصين للمشروع، بحيث يؤدي هذا التقويم إلى معرفة الربح حقيقة، كما لو تم تصفية المشروع، وقد أقرَّ مجمع الفقه الإسلامي الدولي ذلك في قراره بشأن سندات المقارضة؛ حيث جاء فيه: « أن محل القسمة هو الربح

---

(١) د.عز الدين خوجة وآخرون، المصارف العربية وصناعة صناديق الاستثمار، مرجع سابق، (ص ١٥٧).

بمعناه الشرعي، وهو الزائد عن رأس المال، وليس الإيراد أو الغلة، ويعرف مقدار الربح إمَّا بالتنضيض أو بالتقويم للمشروع بالنقد، وما زاد من رأس المال عند التنضيض أو التقويم، فهو الربح الذي يوزع بين حملة الصكوك وعامل المضاربة وفقًا لشروط العقد »[١].

وجاء في الفتوى الصادرة عن الحلقة العلمية الثانية للبركة: « للتنضيض الحكمي بطريقة التقويم في الفترات الدورية خلال مدة عقد المضاربة حكم التنضيض الفعلي لمال المضاربة، شريطة أن يتم التقويم وفقًا للمعايير المحاسبية المتاحة، ويجوز شرعًا توزيع الأرباح التي يظهرها التقويم كما يجوز تحديد أسعار تداول الوحدات بناءً على هذا التقويم »[٢].

ب - اعتبار المحاسبة كالقبض على رأي الإمام أحمد بن حنبل، فقد جاء في المغني: « يحتسبان (أي المتعاقدان في المضاربة حسابًا كالقبض)؛ أي يظهر المال ويجيء فيحتسبان عليه، فإن شاء صاحب المال قبضه، ولا يحتسبان إلَّا على الناض (أي ما تم بيعه)، دون المتاع (أي العروض)؛ لأن المتاع قد ينحط سعره ويرتفع.

قال أبو طالب: قيل لأحمد: رجل دفع إلى رجل عشرة آلاف درهم مضاربة فوضعت فبقيت ألف فحاسبه صاحبها، ثم قال له: اذهب فاعمل بها فربح، قال: يقاسمه ما فوق الألف، يعني إذا

---

(١) انظر: مجلة مجمع الفقه الإسلامي، مرجع سابق، الدورة الرابعة، القرار الخامس، المجلد الثالث، (ص ٢١٦٤).

(٢) انظر: د. عز الدين محمد خوجة، صناديق الاستثمار الإسلامية، مرجع سابق، (ص ٧٩).

كانت الألف ناضة حاضرة إن شاء صاحبها قبضها، فهذا الحساب الذي كالقبض، فيكون أمره بالمضاربة بها في هذه الحال ابتداءً مضاربة ثانية كما لو قبضها منه ثم ردها إليه »[١].

وعليه لا يشترط إعادة رأس مال المشروع لأصحابه في نهاية كل دورة من دورات توزيع الأرباح، بل يجوز الاكتفاء بإجراء محاسبة دقيقة لكافة عمليات المشروع تمكن من تحديد نصيب مختلف الأطراف من الأرباح؛ فيقوم هذا الحساب مكان القبض، خاصة وأن أرباب المال يكون لهم الخيار بين سحب أموالهم والخروج من المشروع، أو تجديد التعاقد تلقائيًّا بالاستمرار والبقاء في المشروع، وبذلك تعتبر كل دورة من دورات توزيع الأرباح مستقلة ومنفصلة عن الأخرى[٢].

ثالثًا: إطفاء الصكوك الإسلامية:

يتكون الصك من عنصرين: أصل الصك، وربحه في حالة وجود ربح. ويقصد بأصل الصك قيمته الاسمية وهو الذي يولد الربح سواء أكان ربحًا رأسماليًّا من خلال ارتفاع القيمة الاسمية للصك أو ربحًا دوريًّا في صورة غلة أو ريع.

ونظرًا لأن الريع أو الغلة توزع أثناء مدة الإصدار فإن أصل الصك يبقى إمَّا على حاله وإمَّا بزيادة في قيمته؛ وذلك عند تحقيق أرباح رأسمالية، وإما بنقص في قيمته إذا تحققت خسائر، وحيث

---

(١) ابن قدامة، المغني، مرجع سابق، (٥/ ٦١، ٦٢).

(٢) د. عز الدين خوجة وآخرون، صناديق الاستثمار الإسلامية، مرجع سابق، (ص ٨٢).

إن الإصدارات عادةً ما تكون محددة بمدة بانتهائها يتم تصفية الصكوك، فإن الأمر يستلزم تصفية الصكوك أو بمعنى آخر إطفاء الصكوك، وذلك من خلال إنهاء الصفة الاستثمارية للصكوك وتحويلها إلى نقدية.

وطريقة الإطفاء تتم إمَّا حقيقة ببيع ما تمثله الصكوك من موجودات عينية لطرف خارجي أو حكمًا بالتقويم أو التنضيض الحكمي وأيلولتها لمصدر الصكوك بالبيع إن رغب في ذلك، وعندها يوزع الثمن على حملة الصكوك باعتبارهم ملاك هذه الموجودات العينية. وقد يتم تمليك تلك الموجودات العينية بالهبة أو بثمن رمزي، أو بالقيمة المتبقية في صورة سندات الإجارة المنتهية بالتمليك.

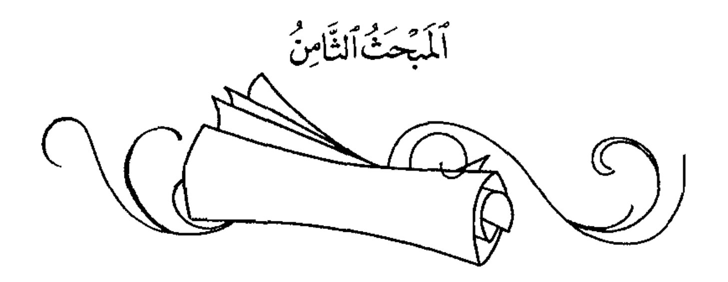
وإذا كان هذا من حيث طريقة الإطفاء؛ فإن الإطفاء من حيث المدة إمَّا أن يكون تدريجيًّا، حيث يتم دفع قيمة الموجودات العينية خلال مدة الإصدار على هيئة أقساط، وإما أن يكون الإطفاء دفعة واحدة في نهاية مدة الإصدار.

وفي جميع الأحوال؛ فإن الإطفاء هي تصفية لأملاك حملة الصكوك بطريقة اتفقوا عليها ابتداء ولا مانع منها شرعًا إذا روعيت الضوابط الشرعية للصكوك، وأهمها عدم تعهد الجهة المصدرة بشراء الصكوك بقيمتها الاسمية في نهاية الإصدار(١).

---

(١) لمزيد من التفاصيل، انظر: عبد الستار علي قطان، صكوك التمويل الإسلامية، ضوابط شرعية وقضايا تطبيقية، مرجع سابق، (ص ٢٩). د. عبد الستار أبو غدة، ضوابط الاستثمار بالصكوك، مرجع سابق، (ص ٣٤).

ٱلمَبۡحَثُ ٱلثَّامِنُ



إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية

أولًا: مفهوم المخاطر:

تعد المخاطر أحد متغيري القرار الاستثماري باعتبار العائد المتغير الآخر، والمخاطر تعني احتمال الخسارة أو التقلب في العائد المتوقع[(١)].

ثانيًا: أنواع المخاطر:

يمكن تصنيف المخاطر الكلية Total Risk إلى نوعين رئيسيين:

النوع الأول: المخاطر العامة:

وتشير إلى ذلك الجزء من المخاطر الكلية الذي يمثل مخاطر

---

(١) لمزيد من التفاصيل، انظر: ابن منظور، لسان العرب، مرجع سابق، (٤/ ١٣٧)، أنيس وآخرون، المعجم الوسيط، دار الأمواج، بيروت، (ص ٢٤٣)، الشافعي، الأم، دار المعرفة، بيروت، (١٩٧٣م)، (٣/ ١٨٦)، (٤/ ٣٠، ٢٣٧)، سعيد السامرائي، القاموس الاقتصادي الحديث، مطبعة المعارف، بغداد، (١٩٨٠م)، (ص ٢٤٤)، محمد صالح جابر، الاستثمار بالأسهم والسندات، بدون ناشر، بدون تاريخ نشر، (ص ٤٧)، د. منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، (١٩٩٩م)، (ص ٢٥٠، ٢٥٦).

منتظمة لا يمكن تجنبها بالتنويع Undiversifiable، حيث تصيب هذه المخاطر عوائد كافة الأوراق المالية بصرف النظر عن المنشأة المصدرة لتلك الأوراق؛ لذا يطلق عليها تجاوزًا مخاطر السوق Market Risk[1].

النوع الثاني: المخاطر الخاصة:

وتشير إلى ذلك الجزء من المخاطر الكلية الذي يمثل مخاطر غير منتظمة يمكن تجنبها أو تخفيضها بالتنويع Diversifiable؛ حيث ترجع هذه النوعية من المخاطر إلى ظروف المنشأة، أو إلى ظروف الصناعة التي تنتمي إليها المنشأة Company Specific Risk.

ثالثًا: قياس المخاطر:

تزداد المخاطر كلما زاد احتمال تشتت Variance العائد عن قيمته المتوقعة، ولقياس المخاطر يمكن قياس هذا التشتت كميًا إما بالتباين، أو بالانحراف المعياري Standard Deviation. ويقيس الانحراف المعياري الحجم المطلق للمخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار؛ لذا يسمى بالمقياس المطلق للمخاطر Absolute Measure of Risk.

وتجدر الإشارة إلى أن الانحراف المعياري لا يكون مقبولًا لقياس المخاطر إلا في حالة واحدة فقط، وذلك عندما تكون القيمة المتوقعة للتدفقات النقدية للاستثمارات المعروضة متساوية، أمَّا في حالة عدم التساوي بينها، فإن المناسب لقياس المخاطر هو معامل

---

(١) المرجع السابق، (ص ٢٥٦) (بتصرف).

الاختلاف Coefficient of Variation باعتباره مقياس نسبي للمخاطر Relative Measure of Risk[1].

رابعًا: المخاطر والصكوك الإسلامية:

الصكوك الإسلامية باعتبارها تمثل موجودات تحتوي على خليط من النقود والديون، والأعيان، والمنافع، أو بعض هذه المكونات منفردة، ونظرًا لآليات إصدارها القائمة على صيغ التمويل الإسلامية؛ فإنها تتعرض للمخاطر التي تتعرض لها المشروعات الاستثمارية الإسلامية، ومن خلال النظر إلى مصادر المخاطر بصفة عامة نجد أن الصكوك الإسلامية تتعرض للعديد من المخاطر الكلية، والتي يتمثل مصدرها الأساسي فيما يلي:

١- مخاطر الائتمان Credit Risk:

ترجع هذه النوعية من المخاطر إلى عدم وفاء العميل بالتزاماته التعاقدية كاملة وفي مواعيدها، ومصدر هذه المخاطر قد يكون نتيجة سوء اختيار العميل، سواء بعدم وفائه بالتزامات العمل المسند إليه بالنسبة لاستثمارات صكوك المشاركة، والمضاربة، والمزارعة، والمساقاة، والمغارسة، والاستصناع، أو عدم رغبته في استلام السلعة المشتراة ورجوعه عن وعده – في حالة اعتبار الوعد غير ملزم – في استثمارات صكوك المرابحة، أو عدم رغبته في استلام السلعة المستصنعة في استثمارات صكوك

(١) لمزيد من التفاصيل عن هذه المقاييس، انظر: المرجع السابق، (ص ٢٥١ – ٢٥٥).

الاستصناع - إذا كان عقد الاستصناع جائز غير ملزم - أو تأخير أو عدم سداد ما عليه من التزامات بالنسبة لاستثمارات صكوك المرابحة وصكوك الإجارة، أو عدم الالتزام بتوريد السلع المتفق عليها وصفًا وزمانًا بالنسبة لاستثمارات صكوك السلم.

فهذه المخاطر ترجع إلى عدم كفاءة العميل أو إلى سوء سمعته وعدم رغبته في السداد، أو إلى عدم قدرته على السداد، وهذا كله يقع في الأساس على عاتق المنشأة مصدرة الصكوك، والمانحة الائتمان للعميل، ويؤثر سلبًا على عوائدها؛ لذا فإن هذه المخاطر تدخل ضمن المخاطر الخاصة.

٢- مخاطر السوق **Market Risk**:

وهذه المخاطر تندرج تحت المخاطر العامة حيث ترجع لاتجاهات الصعود والنزول التي تطرأ على الأسواق لعوامل اقتصادية أو اجتماعية أو سياسية، سواء أكانت أسواق الأصول الحقيقية، أو الأسواق المالية؛ والتي تتكون بدورها من أسوق النقد، وأسواق رأس المال بسوقيها: سوق الإصدار وسوق التداول.

٢/ ١- مخاطر سوق الأصول الحقيقية **Real Assets Market Risk**: وهذه المخاطر مرتبطة بطبيعة الصكوك الإسلامية من حيث كونها تمثل حصة شائعة في ملكية أصول؛ ونظرًا لأن الأصول الحقيقية من سلع وخدمات تباع في الأسواق، فإنها قد تتعرض للنقص في قيمتها بفعل عوامل العرض والطلب، أو السياسات الاقتصادية الحكومية وغيرها من عوامل السوق.

٢/ ٢- مخاطر سوق المال Capital Market Risk: ويمكن تصنيف تلك المخاطر وفقًا لما يلي:

(٢/ ٢/ ١) - مخاطر سعر الصرف Exchange Rate Risk:
وتنشأ هذه المخاطر في سوق النقد نتيجة لتقلبات سعر صرف العملات في المعاملات الآجلة؛ ففي حالة شراء سلع بعملة أجنبية وانخفاض سعر تلك العملة، فإن ذلك يترتب عليه خسائر بمقدار انخفاض سعر العملة الأجنبية مقابل العملات الأخرى، كما أن مخاطر سعر الصرف تظهر أيضًا عند إصدار الصكوك بعملة معينة واستثمار حصيلتها بعملات أخرى، أو إذا كانت المنشأة المصدرة للصكوك تحتفظ بمواقع مفتوحة تجاه بعض العملات الأجنبية أو التزامات الدفع خاصة في عمليات المرابحات والتجارة الدولية.

(٢/ ٢/ ٢)- مخاطر سعر الفائدة Interest Rate Risk:
وتنشأ هذه المخاطر نتيجة للتغيرات في مستوى أسعار الفائدة في السوق بصفة عامة؛ وهي تصيب كافة الاستثمارات بغض النظر عن طبيعة وظروف الاستثمار ذاته. وكقاعدة عامة فإنه مع بقاء العوامل الأخرى على حالها، كلما ارتفعت مستويات أسعار الفائدة في السوق، انخفضت القيمة السوقية للأوراق المالية المتداولة، والعكس صحيح، وهو ما يؤثر على معدل العائد على الاستثمار[1].

والصكوك الإسلامية وإن كان لا مجال لسعر الفائدة في التعامل بها،

(١) المرجع السابق، (ص ٢٥٨) (بتصرف).

أو في أنشطتها ومجالات استثماراتها، إلا أنها قد تتأثر بسعر الفائدة إذا اتخذته سعرًا مرجعيًّا في التمويل بالمرابحة.

كما أن سعر الفائدة باعتباره آلية يقوم عليه - للأسف الشديد - النظام النقدي والمصرفي في غالبية الدول الإسلامية، فإنه بلا شك يؤثر على الصكوك الإسلامية؛ خاصةً إذا لم يكن للوازع الديني دور في توجيه المستثمرين، وتحجج بعضهم بشذوذ الفتيا التي أباحت سعر الفائدة خلافًا لإجماع الفقهاء[١].

(٢/ ٢/ ٣) - **مخاطر أسعار الأوراق المالية Securities Rates Risk**: وتنشأ هذه المخاطر نتيجة لتقلبات أسعار الأوراق المالية في أسواق رأس المال سواء كانت هذه التقلبات بفعل عوامل حقيقية، أو عوامل مصطنعة وغير أخلاقية؛ كالإشاعات والاحتكار والمقامرة وعمليات الإحراج والبيع والشراء الصوري ونحو ذلك، وهو ما يؤثر على القيمة السوقية للصكوك الإسلامية.

(٢/ ٢/ ٤) - **مخاطر التضخم Inflation Risk**: وتنشأ هذه المخاطر نتيجة لانخفاض القوة الشرائية للنقود بارتفاع الأسعار، وهو ما يعني تعرض الأموال المستثمرة لانخفاض في قيمتها الحقيقية. والصكوك الإسلامية باعتبارها ذات عائد متغير، وذات مكونات من نقود وديون وأعيان ومنافع؛ فإن تأثرها بالتضخم يرتبط طرديًّا بزيادة مكوناتها من النقود والديون.

---

(١) لمزيد من التفاصيل، انظر: د. أشرف محمد دوابه، فوائد البنوك مبررات وتساؤلات، دار السلام للنشر، القاهرة، (٢٠٠٨م).

٣- مخاطر التشغيل Operation Risk:

وتنشأ هذه المخاطر نتيجة أخطاء بشرية أو فنية أو حوادث، وتندرج هذه المخاطر تحت المخاطر العامة إذا كانت بفعل عوامل خارجية؛ كالكوارث الطبيعية، مثل ما تسببه الكوارث أو الحوادث في هلاك الزرع في استثمارات صكوك المزارعة أو هلاك الأصل المؤجر في استثمارات صكوك الإجارة ونحو ذلك.

وتندرج هذه المخاطر تحت المخاطر الخاصة إذا كانت بفعل عوامل داخلية؛ كعدم كفاية التجهيزات أو وسائل التقنية أو الموارد البشرية المؤهلة والمدربة، أو فساد الذمم، أو عدم توافر الأهلية الإدارية (أي الكفاءة الإدارية) القادرة على القيام بمهام الوكالة عن الملاك، وتحقيق الأرباح مع نموها واستقرارها مستقبلًا، والمحافظة على المركز التنافسي للصكوك ونحو ذلك، أو من خلال صورية أو ضعف الرقابة الشرعية مما يؤثر سلبًا في ثقة المتعاملين، وسمعة المنشأة لديهم؛ وهو الأمر الذي من شأنه أن يترك آثارًا على القيمة السوقية للصكوك الإسلامية.

٤- مخاطر شرعية:

وهذه المخاطر تندرج تحت المخاطر الخاصة؛ حيث ترجع إلى استخدام أموال الصكوك في محرمات، سواء أكانت محرمات لعينها كالسلع والخدمات المحرمة، أو محرمات لكسبها كالربا، والقمار، والغش، والتدليس، والخديعة، والخيانة... إلخ.

خامسًا: مفهوم إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية:

ينظر لإدارة المخاطر على أنها منهج أو مدخل علمي للتعامل مع

المخاطر البحتة عن طريق توقع الخسائر العارضة المحتملة، وتصميم وتنفيذ إجراءات من شأنها أن تقلل إمكانية حدوث الخسارة أو الأثر المالي للخسائر التي تقع إلى الحد الأدنى[١].

والاستثمار في الإسلام يقوم على المخاطرة من خلال المشاركة في الغنم والغرم، بخلاف المقامرة التي حرمها الإسلام، والتي تقوم على تحقيق مغنم لطرف على حساب تحقيق مغرم للطرف الآخر. ويعكس ذلك ابن قيم الجوزية بقوله: « المخاطرة مخاطرتان: مخاطرة التجارة؛ وهو أن يشتري السلعة بقصد أن يبيعها ويربح ويتوكل على اللّـه في ذلك، والخطر الثاني: الميسر الذي يتضمن أكل المال بالباطل؛ فهذا الذي حرمه اللّـه ورسوله »[٢].

والإسلام يحث على الأخذ بالأسباب في التعامل مع المخاطر، ومن ثَمَّ يتعين على المنشآت المالية وضع آليات للتعامل مع ما يواجهها من مخاطر بعد تحديدها، سواء بتجنبها إذا كان ذلك ممكنًا، أو توزيعها، أما المخاطر التي لا يمكن التخلص منها، فينبغي قبولها وتحملها والتعايش معها من خلال حسن إدارتها.

سادسًا: خطوات إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية:

يتطلب المنهج العلمي في إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية القيام بالخطوات الآتية:

---

(١) انظر: د. طارق عبد العال حماد، إدارة المخاطر، (أفراد - إدارات - شركات - بنوك)، الدار الجامعية، الإسكندرية، (٢٠٠٣م)، (ص ٥١).

(٢) ابن قيم الجوزية، زاد المعاد في هدي خير العباد، دار التقوى، القاهرة، بدون تاريخ نشر (٥/ ٤١٨).

١- تحديد المخاطر:

أولى الخطوات في إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية، هو تحديد نوعية المخاطر التي يتوقع أن تتعرض لها الصكوك الإسلامية سواء أكانت مخاطر عامة أم مخاطر خاصة، وكذلك تحديد مصدر تلك المخاطر سواء أكانت مخاطر ائتمان أو مخاطر سوق من مخاطر سلع وخدمات وسعر صرف وسعر فائدة وتضخم، أو مخاطر تشغيل، أو مخاطر شرعية، والوقوف على أسباب تلك المخاطر، مع ملاحظة أهمية أن تكون عملية تحديد المخاطر عملية مستمرة، مع تفهم المخاطر على مستوى كل عمل استثماري، وعلى مستوى المنشأة ككل.

٢- تقييم المخاطر:

يستخدم تقييم المخاطر كأداة تخطيط ويجب أن يعطي صورة شاملة عن المخاطر[1]. فبعد تحديد مخاطر الصكوك الإسلامية ينبغي القيام بقياسها وتقييمها للوقوف على احتمالات الخسارة، مع ترتيبها وفقًا لجسامتها، من حيث كونها مخاطر مرتفعة High Risk، أو متوسطة Moderate Risk، أو ضعيفة Low Risk، لاتخاذ التدابير اللازمة للتعامل معها.

٣- دراسة واختيار البدائل المناسبة للتعامل مع المخاطر:

وذلك من خلال دراسة البدائل اللازمة للتعامل مع كل نوع

---

(١) انظر: إبراهيم الكراسنة، أطر أساسية ومعاصرة في الرقابة على البنوك وإدارة المخاطر، صندوق النقد العربي، معهد السياسات الاقتصادية، أبو ظبي، مارس (٢٠٠٦م)، (ص ٥٧).

من أنواع مخاطر الصكوك الإسلامية، واتخاذ القرار اللازم باختيار البديل المناسب سواء بتجنب تلك المخاطر، أو توزيعها، أو قبولها والتعامل معها خاصةً في حالة وجود إدارة جيدة لإدارة المخاطر، وعلى أية حال؛ فإن المقارنة بين المنافع والتكاليف من جراء تلك المخاطر هو المعيار الملائم في اتباع الأسلوب المناسب في التعامل مع المخاطر، فينبغي أن تفوق المنافع التكاليف المترتبة على مخاطر الصكوك الإسلامية.

٤- تنفيذ القرار:

وذلك من خلال وضع الآليات اللازمة لتنفيذ البديل الملائم للتعامل مع المخاطر موضع التنفيذ.

سابعًا: آليات إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية:

تتعدد وتتنوع آليات إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية، لتشمل ما يلي :

١- دراسة الجدوى:

تعتبر دراسة جدوى المشروعات التي تتوجه إليها أموال حصيلة الصكوك من الأهمية بمكان لتخفيض؛ بل وتجنب المخاطر قدر الإمكان، حيث إن تقويم جدوى المشروع من منظور إسلامي يحكمه ما يمكن تسميته « الربحية الإسلامية » من خلال توجيه التمويل نحو المشروعات الملتزمة بالمشروعية الإسلامية من حيث النشاط الحلال، فضلًا عن الكفاءة الاقتصادية لتحقيق التخصيص الأمثل للموارد من خلال حفظ

المال وتنميته، ومراعاة الأولويات الإسلامية في الاستثمار وفقًا للضروريات، والحاجيات، والتحسينات، وديمومة متابعة العملاء، بالإضافة إلى الكفاءة الاجتماعية وما تتضمنه من مسؤولية اجتماعية للتمويل، وتحقيق صافي منافع اجتماعية تعود على المجتمع بالنفع والخير، والالتزام بالأخلاقيات الإسلامية(١)، وكل هذا من شأنه أن يسهم في تخفيض مخاطر الصكوك الإسلامية بصفة عامة.

٢- كفاءة الإدارة والرقابة عليها:

تعتبر كفاءة إدارة الصكوك الإسلامية سر ربحيتها ونموها، وبقدر كفاءة الإدارة بقدر ما تجمع تلك الصكوك بين معضلات الربحية والسيولة والأمان فضلًا عن مراعاة الاعتبارات الأخلاقية والمسؤوليات الاجتماعية، وقد حث الإسلام على أن يجمع المدير بين الجوانب الأخلاقية والفنية؛ يقول تعالى:﴿ ٱجۡعَلۡنِي عَلَىٰ خَزَآئِنِ ٱلۡأَرۡضِۖ إِنِّي حَفِيظٌ عَلِيمٞ﴾ [يوسف: ٥٥]، كما حثَّ على حسن اختيار الشركاء والمضاربين والعاملين من ذوي الكفاءة والمهارة والمشهود لهم بالأخلاق الطيبة؛ يقول تعالى: ﴿إِنَّ خَيۡرَ مَنِ ٱسۡتَـٔۡجَرۡتَ ٱلۡقَوِيُّ ٱلۡأَمِينُ﴾ [القصص: ٢٦].

كما أن من عوامل تخفيض المخاطر إعطاء الحق لحملة الصكوك في مراقبة الإدارة من خلال جمعية تمثلهم مع مراعاة أنه في صكوك المضاربة لا يجوز لحملة الصكوك التدخل في الإدارة، وإن كان

(١) لمزيد من التفاصيل، انظر: د. أشرف محمد دوابه، نحو دراسة جدوى إسلامية للمشروع، دار السلام، القاهرة، (٢٠٠٨م)، (ص ١٠٣ – ١٢٤).

من حقهم متابعة تصرفات المضارب للتأكد من التزامه بشروط المضاربة، ومن خلال هذا وذاك يمكن تجنب المخاطر الشرعية وتخفيض المخاطر الائتمانية والتشغيلية.

٣- الضمانات:

تتعدد أنواع الضمانات في الفكر الاقتصادي الإسلامي، والتي من خلالها يمكن التعامل مع مخاطر الصكوك الإسلامية؛ ومن أهم هذه الضمانات ما يلي:

٣/ ١- **الكفالة**: وذلك من خلال التزام طرف بتحمل عِبْء عن طرف آخر على سبيل التبرع، وكفالة الشخص المليء ذي الخلق الحسن وسيلة ناجعة في تخفيض مخاطر توظيف حصيلة الصكوك الإسلامية، خاصة المخاطر الائتمانية والشرعية، ومخاطر الأصول وعوائدها.

٣/ ٢- **الرهن**: يعد الرهن آلية من آليات الحماية ضد مخاطر الصكوك الإسلامية خاصة المخاطر الائتمانية، « فللدائن أن يشترط على المدين تفويضه ببيع الرهن عند حلول أجل الدين للاستيفاء من ثمنه دون الرجوع إلى القضاء »[١].

ويشترط في المرهون أن يكون مالًا متقومًا يجوز تملكه وبيعه، وأن يكون معينًا بالإشارة أو التسمية أو الوصف وأن يكون مقدور التسليم، ويجوز رهن المشاع مع تحديد النسبة المرهونة منه[٢]. مع

(١) انظر: المعايير الشرعية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، مرجع سابق، معيار رقم (٥)، (ص ٦٠).
(٢) انظر: المرجع السابق، معيار رقم (٥)، (ص ٥٩).

مراعاة أن الضمان سواء أكان كفالة أم رهنًا لا يمكن الرجوع عليه في عقود الأمانة كما في استثمارات صكوك الوكالة أو المضاربة أو المشاركة إلَّا إذا تم تعدي أو تقصير أو مخالفة للشروط من قبل الوكيل أو المضارب أو المشارك.

٣/ ٣- ضمان الطرف الثالث: يعد ضمان طرف ثالث مستقل عن جهة الإدارة وعن المشاركين (حملة الصكوك) آلية من آليات الحماية ضد مخاطر الصكوك الإسلامية خاصةً المخاطر الائتمانية.

وتسميته ضمانًا مجاز؛ لأنه ليس كفالة عن ديون، بل هو في الواقع تعهد ملزم بتقديم هبة تعادل قيمة الأصول الاسمية في حال تعرضها للهلاك مهما كان سببه؛ أي حتى لو كان ناشئًا عن التعدي والتقصير من المدير إذا لم يتمكن حملة الصكوك من إلزامه بالتعويض؛ لأن هذا الإلزام له الأولوية، فهو حكم شرعي. أما التعهد فهو التزام عقدي مشروع أيضًا... وما يتعلق بضمان الطرف الثالث لأصول الصكوك يصلح لإيجاد الضمان لعائد ثابت للصك؛ لأنه يستند إلى المبدأ نفسه[1]، وهو ما يحقق الضمان للأصول وعوائدها.

٤- التأمين التعاوني:

في ظل تواجد مؤسسات التأمين التعاوني؛ فإن هذا التأمين

---

(١) انظر: د. عبد الستار أبو غدة، مخاطر الصكوك الإسلامية، بحث مقدم للملتقى السنوي الإسلامي السابع، الأكاديمية العربية للعلوم المصرفية، (٢٥ - ٢٧ سبتمبر ٢٠٠٤م)، (ص ١٥ -١٨) (بتصرف).

يعد آلية من الآليات الإسلامية للحماية ضد مخاطر الصكوك الإسلامية خاصةً المخاطر الائتمانية، ومخاطر الأصول، حيث من خلاله يمكن التأمين على الأصول الاستثمارية ضد كافة مخاطر تلك الأصول.

٥- الاحتياطيات:

تعتبر آلية تكوين الاحتياطيات من الآليات التي تصلح للتعامل مع كافة مخاطر الصكوك الإسلامية. وتكوين تلك الاحتياطيات رهين بتحقيق أرباح.

فيمكن تكوين احتياطي معدل الأرباح من دخل أموال المضاربة قبل اقتطاع نصيب المضارب بغرض المحافظة على مستوى معين من عائد الصكوك، كما يمكن تكوين احتياطي مخاطر الاستثمار؛ وذلك باقتطاع جزء من أرباح حملة الصكوك بعد اقتطاع نصيب المضارب لغرض الحماية من الخسارة المستقبلية التي قد تتعرض لها الصكوك[١].

٧- التحوط Hedging:

تقوم تلك الآلية على حماية استثمارات الصكوك الإسلامية من التقلبات خاصة في أسواق الأصول والأسواق المالية، ويمكن اعتماد تلك الآلية ضد المخاطر شريطة أن لا يؤخر البدلين الثمن والمثمون حتى لا يكون ذلك من بيع الكالئ بالكالئ المحرم شرعًا. فيمكن التحوط من خلال عقد السلم

(١) انظر: معايير المحاسبة والمراجعة والضوابط للمؤسسات المالية الإسلامية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، مرجع سابق، معيار رقم (١١)، (ص ٣٩٢) (بتصرف).

بشروطه الشرعية التي تشترط أن يكون المبيع معينًا في مقداره وأوصافه على أن يدفع الثمن بحد أقصى ثلاثة أيام وفقًا لرأي المالكية[1]، كما يمكن التحوط من خلال البيع الآجل الذي يؤخر فيه الثمن ويعجل المثمون.

ولا ينبغي شرعنة المشتقات المالية من عقود آجلة ومستقبلية وخيارات وعقود مبادلة بصورتها المطبقة حاليًّا في أسواق المال الغربية بحجج ما أنزل اللّه بها من سلطان؛ فمنهج عملها يقوم على تسوية المراكز دون تسليم ولا قبض للسلع ولا دفع للثمن، وهدفها هو نقل المخاطر بصورة تحقق منافع لطرف وضرر للطرف الآخر حتى أصبحت بحق مصدرًا للمتاجرة في المخاطر ومرتعًا للقمار باعتراف العديد من الكتاب الغربيين أنفسهم وفي مقدمتهم رائد الإدارة الحديثة الكاتب النمساوي « بيتر دراكر »[2].

كما أنه يمكن استخدام الخيار الشرعي في التحوط ضد مخاطر عدم الوفاء بالوعد من قبل مشتري السلعة بالمرابحة من خلال

---

(١) يرى الجمهور ضرورة تسليم ضرورة تعجيل الثمن في مجلس العقد قبل التفرق، ورأي المالكية أقرب لتطبيق التحوط في الصكوك الإسلامية، انظر: ابن رشد، بداية المجتهد ونهاية المقتصد، دار الكتب الإسلامية، القاهرة، (١٩٨٣)، (٢/ ٣٢٣).

(٢) لمزيد من التفاصيل انظر Drucker on financial, Economist, peter Drucker Regulutors try, H. Gonzalez, P27, 25/ 9/ 1999, Innovate or die, Services B., P.3, 1993 , American Bank (Oct. 29, to reassure, lawmakers on swap, America rehm p.3., 1993), Bank (oct . 29 د. أشرف محمد دوابه، دراسات في التمويل الإسلامي، مرجع سابق، (ص ٢٣١ - ٢٥١).

الاتفاق مع البائع على مدة خيار معلومة للسلعة عند شرائها، وهو ما يعرف بخيار الشرط، طالت تلك المدة أم قصرت، وكذلك التحوط من سعر الفائدة من خلال اتخاذ معيار عائد الفرصة البديلة، أو معدل العائد على الاستثمار للسلع المشابهة مؤشرًا في تحديد عائد المرابحة.

كما يمكن التحوط ضد مخاطر سعر الصرف من خلال العمل على توحيد عملة التوظيف مع عملة إصدار الصكوك قدر الإمكان، واختيار العملات المستقرة للتعامل؛ وكذلك « إجراء قروض متبادلة بعملات مختلفة بدون أخذ فائدة أو إعطائها شريطة عدم الربط بين القرضين، وشراء بضائع أو إبرام عمليات مرابحة بنفس العملة، ويجوز الاتفاق مع العملاء عند الوفاء بأقساط العمليات المؤجلة - كالمرابحة - على سدادها بعملة أخرى بسعر يوم الوفاء »[1].

٨- التنويع **Diversification**:

وتقوم تلك الآلية على تنويع استثمارات الصكوك الإسلامية من أجل تخفيض درجة المخاطر دون أن يترتب على ذلك تأثيرٌ سلبيٌّ على العائد وهو ما يعرف بالتنويع الكفء. وتوجد أسس مختلفة للتنويع؛ من أهمها تنويع جهة الإصدار، وتنويع تواريخ الاستحقاق، والتنويع القطاعي، والتنويع الدولي.

---

(١) انظر: المعايير الشرعية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، مرجع سابق، معيار رقم (١)، (ص ٤، ٥).

٨/ ١- تنويع جهة الإصدار: وذلك بتنويع جهات الإصدار، ويوجد أسلوبان شائعان في هذا الصدد؛ هما:

(أ) التنويع البسيط أو الساذج Simple or Naive Diversification:

ويتلخص مفهومه في المثل القائل: « لا تضع كل ما تملكه من بيض في سلة واحدة " Not Putting All Egges in one Basket " »، « أو عليك بنشر المخاطر Spread the Risk ».

ويعتمد التنويع الساذج على تنويع جهات الإصدار مع عدم المغالاة في ذلك، لما يترتب على ذلك من العديد من العيوب، يأتي في مقدمتها: صعوبة إدارة الاستثمارات، وارتفاع تكلفة البحث عن استثمارات جديدة، واحتمال اتخاذ قرارات استثمارية غير سليمة، وارتفاع متوسط تكاليف الشراء.

(ب) تنويع ماركوتز: يقوم تنويع ماركوتز Markowitz على فكرة أساسية مؤداها أن المخاطر لا تتوقف فقط على مخاطر الاستثمارات، بل تتوقف كذلك على العلاقة التي تربط عوائد تلك الاستثمارات[1]، وهذا يعني ضرورة الاختيار الدقيق للاستثمارات التي تتوجه إليها حصيلة الصكوك؛ وذلك بمراعاة طبيعة الارتباط بين العوائد المتولدة عنها، فعندما تكون هناك علاقة طردية بين عوائد استثمارات الصكوك فإن المخاطر التي تتعرض لها تكون

---

(١) انظر: د. منير هندي، الفكر الحديث في مجال الاستثمار، منشأة المعارف، الإسكندرية، (١٩٩٩م)، (ص ٢٨٣، ٢٨٤).

أكبر مما لو كانت تلك العوائد مستقلة لا ارتباط بينها، أو توجد بينها علاقة عكسية، وهذا الأسلوب في التنويع قد ينجح ليس فقط في التخلص من المخاطر الخاصة؛ بل والتخلص من جزء من المخاطر العامة.

٨/ ٢- **تنويع تواريخ الاستحقاق**: الصكوك الإسلامية قد تصدر لفترات قصيرة أو متوسطة أو طويلة الأجل، ويهدف هذا التنويع إلى مواجهة مخاطر التضخم باعتبار أن الصكوك ذات الآجال الطويلة أكثر عرضة للتعرض للتضخم عن الصكوك ذات الآجال القصيرة، وإن كانت الصكوك الإسلامية أقل عرضة للتعرض لمخاطر التضخم قياسًا بالصكوك التقليدية نظرًا لطبيعة مكوناتها، وقيامها على المشاركة في الغنم والغرم.

٨/ ٣- **التنويع القطاعي**: يهدف هذا التنويع إلى تخفيض المخاطر الخاصة بالصكوك الإسلامية بناءً على المبدأ الذي يشير إلى أن رد فعل القطاعات الاقتصادية يختلف تبعًا للدورات الاقتصادية، والتنويع الجيد يجب أن يترجم في صورة ارتباط بين الصكوك الإسلامية والسوق بصفة عامة؛ ومن ثَمَّ فإن تنويع إصدار الصكوك الإسلامية ليمتد لكافة قطاعات النشاط الاقتصادي هو أمر ينوع من المخاطر، ويقي من صدماتها.

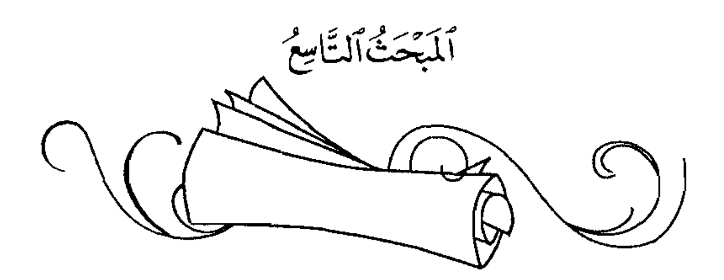
٨/ ٤- **التنويع الدولي**: يهدف التنويع الدولي إلى تخفيض المخاطر العامة، ومع تطور أسواق المال العالمية أصبح التنويع أكثر سهولة، فيمكن للمنشآت المالية إصدار صكوك إسلامية في

أكثر من دولة إسلامية وبنفس عملة كل دولة، وهو ما يسهم أيضًا في التحوط ضد مخاطر أسعار الصرف.

* * *



ٱلمَبْحَثُ ٱلتَّاسِعُ



المعالجة الزكوية للصكوك الإسلامية

الصكوك عبارة عن وثائق لتمثيل حصص في المشاركة بالنشاط المستهدف من إصدارها، ونظرًا لتنوع الاستثمارات التي تتوجه إليه حصيلة الصكوك الإسلامية، فإن الأمر يتطلب تزكية الصكوك من حيث أصلها وعوائدها، مع تطبيق مبدأ الخلطة المطبق في زكاة الأنعام عند احتساب الزكاة، وإلى هذا انتهت مقررات المؤتمرات، والندوات المخصصة للزكاة وقرارات المجامع الفقهية، خاصة قرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي، وما أقره مؤتمر الزكاة الأول بالكويت في فتواه عن الزكاة على الشركات المساهمة؛ والتي جاء فيها[١]:

« تربط الزكاة على الشركات المساهمة نفسها لكونها شخصًا اعتباريًا وذلك في الحالات الآتية:

١ - صدور نص قانوني ملزم بتزكية أموالها.

---

(١) أبحاث وأعمال مؤتمر الزكاة الأول، بيت الزكاة، الكويت، (١٤٠٤هـ - ١٩٨٤م)، (ص ٤٤١)، وانظر: مجلة مجمع الفقه الإسلامي، منظمة المؤتمر الإسلامي، جدة، الدورة الرابعة، القرار الثالث بشأن زكاة الأسهم في الشركات، العدد الرابع (١٤٠٨هـ - ١٩٨٨م) ، المجلد الأول، (ص ٨٧٩ - ٨٨٢).

٢ - أن يتضمن النظام الأساسي ذلك.

٣ - صدور قرار الجمعية للشركة بذلك.

٤ - رضا المساهمين شخصيًّا ».

وتأسيسًا على ما سبق؛ فإنه يجب أن ينص في نشرة الاكتتاب على قيام المشروع بحساب الزكاة وخصمها. ويخرج المشروع زكاة الصكوك كما يخرج الشخص الطبيعي زكاة أمواله، بمعنى أن تعتبر جميع أموال المساهمين بمثابة أموال شخص واحد، وتفرض عليها الزكاة بهذا الاعتبار من حيث نوع المال الذي تجب فيه الزكاة، ومن حيث النصاب، ومن حيث المقدار الذي يؤخذ، وغير ذلك مما يراعى في زكاة الشخص الطبيعي، ولا ينظر إلى ضآلة حصة المشارك أو عدم اكتمال حول على ملكيته للصك؛ وذلك أخذًا بمبدأ الخلطة عند من عممه من الفقهاء في جميع الأموال.

وإذا لم يزك المشروع أمواله لأي سبب من الأسباب، فالواجب على حاملي الصكوك زكاة صكوكهم؛ فإذا استطاع حامل الصك أن يعرف عن طريق المشروع أو غيره مقدار ما يخص الصك من الموجودات الزكوية؛ فإنه يخرج زكاة صكوكه بنسبة ربع العشر (٢,٥٪).

فإن كان اشترى الصكوك بقصد الاستفادة من ريعها السنوي، وليس بقصد التجارة؛ فإنه يزكيها زكـاة المستغلات، فـصاحب الصك لا زكاة عليه في أصل الصك، وإنما تجب الزكاة في الريع،

وهي ربع العشر (٢,٥٪) بعد دوران الحول من يوم قبض الريع مع اعتبار توافر شروط الزكاة وانتفاء الموانع .

وإن كان اشترى الصكوك بقصد التجارة، زكاها زكاة عروض التجارة، فإذا جاء حول زكاته؛ وهي في ملكه، زكى قيمتها السوقية وإذا لم يكن لها سوق، زكى قيمتها بتقويم أهل الخبرة، فيخرج ربع العشر (٢,٥٪) من تلك القيمة ومن الربح، إذا كان للصكوك ربح؛ وإذا باع صكوكه في أثناء الحول ضم ثمنها إلى ماله وزكّاه معه عندما يجيء حول زكاته.

هذا ومن الجدير بالاعتبار أن زكاة الصكوك التي يتم إخراجها من قبل المشروع تختلف باختلاف نوعية الاستثمارات فإذا كانت استثمارات تجارية؛ أي عروضًا للتجارة، فإنها تخضع للزكاة بنسبة ربع العشر (٢,٥٪).

وفي الاستثمارات الصناعية يسري عليها ما يسري على زكاة عروض التجارة، فالصانع حكمه حكم التاجر المدير؛ لأنه يصنع ويبيع، أو يعرض ما صنعه للبيع، فيقوم كل عام ما بيده من السلع، ويضيف القيمة إلى ما بيده من الناض، ويزكى الجميع إن بلغ نصابًا[١] .

وفي الاستثمارات التأجيرية التي تقوم على التأجير كتأجير العقارات أو الطائرات أو السيارات أو الآلات وغيرها من الأصول

---

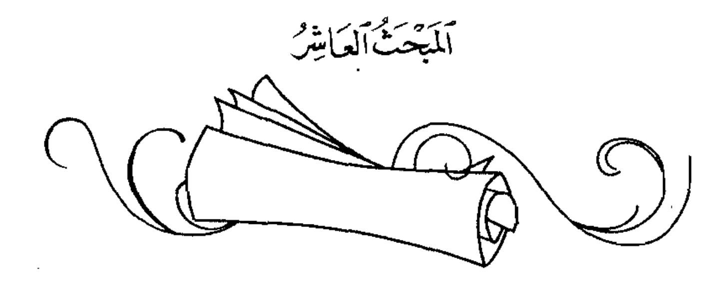
(١) لمزيد من التفاصيل، انظر: الدسوقي، حاشية الدسوقي على الشرح الكبير، مرجع سابق، (١/ ٤٧٤).

الثابتة مقابل الحصول على إيراد من جراء هذا التأجير؛ فإن هذا التأجير يدخل تحت عروض القنية التي تقتنى أو تمتلك بغرض الاستغلال، وتحقيق إيراد من وراء ذلك. وتزكى غلتها زكاة النقود عند القبض بإخراج ربع عشرها (٢,٥٪) باعتبارها مالًا مستفادًا.

أمَّا النقود التي حال عليها الحول، وبلغت نصابًا مع بقية ثروة المشروع؛ فينطبق عليها زكاة النقود، سواء كانت النقود بالبنوك في صورة حسابات جارية أو ادخارية، وتخضع للزكاة على أساس ربع العشر (٢,٥٪) من أصل النقدية بالخزينة والبنوك، بالإضافة إلى عائدها الشرعي لو كانت في صورة حسابات ادخارية شرعية.

وبذلك؛ يكون وعاء الزكاة للمشروع ممثلًا في صافي رأس المال العامل الذي تتضمنه قائمة المركز المالي، بالإضافة إلى صافي الربح الذي تتضمنه قائمة الدخل، وذلك عند توافر النصاب وحولان الحول، ومقدار الزكاة يكون ربع العشر (٢,٥٪)، مع مراعاة القدر الواجب إخراجه في الاستثمارات الأخرى سواء أكانت خاصة بالزراعة أو الأنعام أو غيرها من الاستثمارات الخاضعة للزكاة.

* * *



المعالجة المحاسبية للصكوك الإسلامية

يخضع الاستثمار في الصكوك الإسلامية لمعالجة محاسبية تقوم على الآتي[1]:

أولًا: تقويم الاستثمارات:

١- يتم إثبات جميع أنواع الاستثمارات في تاريخ اقتنائها، وتقاس بالتكلفة، وتشمل التكلفة قيمة الحصول على هذه الاستثمارات أو القيمة العادلة للمقابل العيني، وأي مصروفات مباشرة متعلقة بالاقتناء.

٢- يتم في نهاية الفترة المالية تقويم الاستثمارات في الصكوك المحتفظ بها لغرض المتاجرة أو المتاحة للبيع بقيمتها العادلة، ويقاس مبلغ التغير الناتج عن تقويم تلك الاستثمارات – إن

---

(١) لمزيد من التفاصيل، انظر: معايير المحاسبة والمراجعة والضوابط للمؤسسات المالية الإسلامية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، مرجع سابق، معيار رقم (١٧)، (ص ٥٥٢ – ٥٥٧).

وجد – على أساس الفرق بين القيمة الدفترية (أو القيمة المدرجة) مقارنة بالقيمة العادلة.

٣- يتم في نهاية الفترة المالية إثبات المكاسب أو الخسائر غير المحققة الناتجة عن تقويم الاستثمارات في الصكوك المحتفظ بها لغرض المتاجرة في قائمة الدخل في بند: « مكاسب أو خسائر غير محققة من تقويم الاستثمارات » مع مراعاة الفصل بين ما يخص أصحاب حقوق الملكية، وما يخص أصحاب حسابات الاستثمار المطلقة.

٤- يتم في نهاية الفترة المالية إثبات المكاسب أو الخسائر غير المحققة الناتجة عن تقويم الاستثمارات في الصكوك المتاحة للبيع في بند: « احتياطي القيمة العادلة للاستثمارات » مع مراعاة الفصل بين ما يخص أصحاب حقوق الملكية، وما يخص أصحاب حسابات الاستثمار المطلقة.

٥- يتم إثبات الخسائر غير المحققة الناتجة عن تقويم الاستثمارات في الصكوك المتاحة للبيع في بند: « احتياطي القيمة العادلة للاستثمارات » في قائمة المركز المالي؛ وذلك إلى الحد الذي يسمح به رصيد ذلك الاحتياطي، وفي حالة تجاوز الخسائر لرصيد الاحتياطي يجب إثبات الخسائر غير المحققة في قائمة الدخل في بند « مكاسب أو خسائر غير محققة من تقويم الاستثمارات ». أما في حالة وجود خسائر غير محققة تم إثباتها في قائمة الدخل في فترة مالية سابقة فإن المكاسب غير المحققة للفترة المالية الحالية يتم إثباتها في قائمة الدخل إلى الحد الذي

يقابل تلك الخسائر السابقة، وأي فائض في هذه المكاسب يتم إضافته إلى: « احتياطي القيمة العادلة للاستثمارات » في قائمة المركز المالي.

٦- يتم في نهاية الفترة المالية قياس الصكوك المحتفظ بها حتى تاريخ الاستحقاق بتكلفتها التاريخية، وفي حالة وجود تراجع غير مؤقت في قيمة هذه الاستثمارات يتم في نهاية الفترة المالية قياسها بالقيمة العادلة، ويثبت فرق الخسارة في قائمة الدخل مع مراعاة الفصل بين ما يخص أصحاب حقوق الملكية وما يخص أصحاب حسابات الاستثمار المطلقة، ويفصح عن القيمة العادلة لهذه الاستثمارات في الإيضاحات حول القوائم المالية.

٧- يتم في تاريخ استحقاق الاستثمارات في الصكوك إثبات الفرق الناتج بين القيمة الدفترية (أو القيمة المدرجة)، والمبلغ المسترد في قائمة الدخل مع مراعاة الفصل بين ما يخص أصحاب حقوق الملكية، وما يخص أصحاب حسابات الاستثمار المطلقة.

٨- يتم إثبات الأرباح من الاستثمارات في الصكوك في تاريخ الإعلان عن توزيعها في قائمة الدخل مع مراعاة الفصل بين ما يخص أصحاب حقوق الملكية وما يخص أصحاب حسابات الاستثمار المطلقة.

ثانيًا: متطلبات العرض:

تعرض جميع أصناف الاستثمار في نهاية الفترة المالية في بند

« الاستثمارات » في جانب الموجودات في قائمة المركز المالي، ويتم إيضاح بنود الاستثمار لكل صنف من أصنافها المالية على حدة إما في صلب قائمة المركز المالي، أو في الإيضاحات حول القوائم المالية.

ثالثًا: متطلبات الإفصاح في الإيضاحات حول القوائم المالية:

١- متطلبات خاصة:

١/ ١- يجب الإفصاح عن الجهة المصدرة للصكوك، والقيمة الاسمية للصك، ونسبة الصكوك المقتناة من كل جهة مصدرة للصكوك، ولكل نوع من أنواع الصكوك إذا كانت ذات أهمية نسبية.

١/ ٢- يجب الإفصاح عن الجهة الضامنة للصكوك وطبيعة ونوع الضمان ونوعه المقدم، إذا وجد.

١/ ٣- يجب الإفصاح عن طبيعة العلاقة التعاقدية بين الجهة المصدرة أو الراعية لصكوك المشاركة وحملة هذه الصكوك.

١/ ٤- يجب الإفصاح عن توزيع الاستثمارات في الصكوك وفقًا لمدد استحقاقها.

٢- متطلبات عامة:

٢/ ١- يجب الإفصاح عن السياسات المحاسبية المتبعة في معالجة الاستثمارات.

٢/ ٢- يجب الإفصاح عن كل من الاستثمارات المتاحة للبيع، والاستثمارات المحتفظ بها حتى تاريخ الاستحقاق، مع

بيان الرصيد في بداية الفترة المالية، والتغيرات التي حدثت خلال الفترة المالية الحالية، والرصيد في نهاية الفترة المالية.

٢/ ٣- يجب الإفصاح عن استثمارات المؤسسة التي استخدمت فيها أموالها الذاتية، أو أموال أصحاب حسابات الاستثمار المطلقة، أو كليهما، كل على حدة.

٢/ ٤- يجب الإفصاح عن «احتياطي القيمة العادلة للاستثمارات»، مع بيان الرصيد في بداية الفترة المالية، والتغيرات التي حدثت خلال الفترة المالية الحالية، والرصيد في نهاية الفترة المالية.

٢/ ٥- يجب الإفصاح عن القيمة العادلة للاستثمارات المحتفظ بها لغرض المتاجرة في حالة عدم استخدامها، مع بيان السبب.

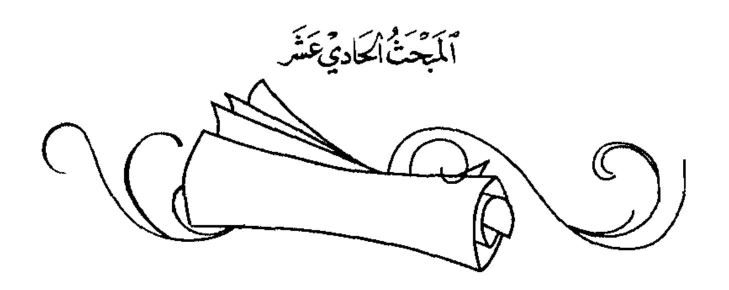
٢/ ٦- يجب الإفصاح عن أي قيود على الاستثمارات، وعلى أرباحها، أو على بيعها، إذا وجدت.

٢/ ٧- يجب - بصفة عامة - مراعاة متطلبات العرض والإفصاح العام في القوائم المالية.

* * *



المبحث الحادي عشر



الرقابة المالية والشرعية للصكوك الإسلامية

أولًا: الرقابة المالية للصكوك الإسلامية:

قد يتولى الرقابة على الصكوك الإسلامية هيئات سوق المال باعتبارها الجهة المخولة بالسماح بإصدار وتداول الصكوك، كما قد يتولى هذا الأمر البنك المركزي انطلاقًا من وظيفته في مراقبة الوضع الاقتصادي والمالي والنقدي والمصرفي بالدولة.

وتبرز أهمية دور الرقابة المالية عند قيام المؤسسات المالية بتسييل الصكوك أو امتناعها عن التعامل بهذه الصكوك في السوق؛ وكذلك فإن التوجه بإصدار صكوك مالية يدفع بجهة الرقابة لوضع ضوابط تتعلق بحجم الإصدارات وعددها ونوعية المعروض منها، وفترة الاستحقاق للإصدارات، وحصر نوعية المصدرين في السوق المالي فيما إذا كانت حكومات أو شركات أو أفراد أو مصارف أو منظمات عالمية وغيرها[1].

---

(١) انظر: د. عبد الستار أبو غدة، ضوابط الاستثمار بالصكوك لإيجاد السوق الثانوية للتمويلات الإسلامية، مرجع سابق، (ص ٤٣).

ويعد هذا النوع من الرقابة ضمن أعمال الرقابة الخارجية، فضلًا عن الرقابة الداخلية ممثلًا في رقابة أصحاب الصكوك من خلال الجمعية العامة التي يتكون أعضائها من حملة الصكوك.

ثانيًا: الرقابة الشرعية للصكوك الإسلامية:

يعتبر وجود هيئة للرقابة الشرعية على الصكوك للتأكد من التزامها بالضوابط الشرعية هو العامل الأهم في مدى مصداقية تلك الصكوك من الناحية الشرعية لدى جمهور المتعاملين.

أمَّا دور الهيئات الشرعية في إنشاء صكوك للاستثمار، فهو شرط أساسي للسماح بالتعامل بتلك الصكوك؛ لأن من مهام تلك الهيئات مراعاة توفير متطلبات الأحكام الشرعية في دراسة هيكلة الصكوك ومستنداتها، والعقود المنظمة للعلاقات بين أطرافها، وكيفية الاكتتاب في هذه الصكوك وبعد الاعتماد تعرض على هيئات الرقابة الشرعية جميع الأنشطة والعمليات المزمع الدخول فيها، لتقرر مدى شرعيتها من عدمه[١].

فللهيئات الشرعية دور مهم جدًّا في التوجيه عند إنشاء الصكوك، بالإضافة إلى دورها الرقابي في المراجعة والتدقيق[٢] حتى تكون تلك الصكوك ذات مصداقية شرعية.

---

(١) انظر: وليد خالد الشايجي، وعبد الله يوسف الحجي، صكوك الاستثمار الشرعية، مرجع سابق، (ص ٩٢٨).

(٢) انظر: د. عبد الستار أبو غدة، بحوث في المعاملات والأساليب المصرفية الإسلامية، جدة، (٢٠٠٢م).

وفي ظل ما أثير من جدل حول كون نحو ٨٥ ٪ من الصكوك الإسلامية الصادرة في دول الخليج العربي لا تلتزم على نحو تام بالأحكام الشرعية؛ نظرًا لوجود بند في نشرة إصدار تلك الصكوك حول التعهد بإعادة شراء الصك بحسب قيمته الاسمية، وهو ما يفسد هذه الصكوك من الناحية الشرعية[1]. فإن هذا الجدل لم يأت من فراغ، بل من واقع تقع المسؤولية الكبرى فيه على هيئات الرقابة الشرعية المشرفة على جهات الإصدار لتلك الصكوك، فيوجد جهات إصدار متعددة تخضع لهيئة الرقابة الشرعية نفسها، حتى بتنا نجد بعض الرقباء الشرعيين لا يسعفهم وقتهم بأي حال من الأحوال لأداء دورهم الرقابي، فالمسؤوليات متعددة ومنتشرة، والنفس لا يمكن أن تتحمل فوق طاقتها، وإن كان البعض يقبل ذلك تحت ضغط جهات الإصدار لتتحقق للصكوك المصداقية الشرعية؛ وهذه هي الطامة الكبرى!

إن صلاح الصكوك من الناحية الشرعية مرتبط ارتباطًا وثيقًا بصلاح نظام الرقابة الشرعية التي يجب أن يخرج عن نطاق الشكليات إلى التركيز على الجوهر والمضمون لتكون الرقابة على الصكوك ليس صكًا شكليًا لإصباغ الشرعية عليه؛ بل رقابة فعلية متكاملة تمتد إلى الفترة السابقة لإصدار هذه الصكوك وفي مقدمة ذلك المشاركة في إعداد وصياغة نشرات الاكتتاب،

---

(١) انظر: تصريحات الشيخ/ محمد تقي عثماني، رئيس المجلس الشرعي لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، صحيفة الاقتصادية السعودية، ١٣/ ١١/ ١٤٢٨هـ.

فضلًا عن الرقابة الملازمة لإصدار وتداول هذه الصكوك للتأكد من خضوع الإصدار والتداول للأحكام الشرعية المنظمة لذلك من حيث كون الموجودات نقودًا أو ديونًا أو أعيانًا أو منافع أو خليطًا من ذلك، إضافة إلى الرقابة اللاحقة من خلال تقويم الناحية الشرعية للصكوك بصفة دورية، والكشف عن مواطن القوة وتدعيمها، ومواطن الخلل الشرعي ومعالجتها.

وقد حرص المجلس الشرعي بهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية على التأكيد على ذلك في توصياته بذات الخصوص؛ حيث جاء فيها: « يتعين على الهيئات الشرعية أن لا تكتفي بإصدار فتوى لجواز هيكلة الصكوك؛ بل يجب أن تدقق العقود والوثائق ذات الصلة وتراقب طريقة تطبيقها، وتتأكد من أن العملية تلتزم في جميع مراحلها بالمتطلبات والضوابط الشرعية وفقًا للمعايير الشرعية، وأن يتم استثمار حصيلة الصكوك وما تتحول تلك الحصيلة إليه من موجودات بإحدى صيغ الاستثمار الشرعية »[1].

***

---

(١) انظر: توصيات المجلس الشرعي بهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المؤتمر السابع للهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، المنامة، (٢٢-٢٣ جمادى الأولى ١٤٢٩هـ)، (٢٧-٢٨ مايو ٢٠٠٨م).

خاتمة



وبعد.. فقد تناول الكتاب دراسة للصكوك الإسلامية باعتبارها وثائق متساوية القيمة تمثل حصصًا شائعة ومتساوية في موجودات معينة ومباحة شرعًا، تصدر وفق صيغ التمويل الإسلامية، وعلى أساس المشاركة في الغنم والغرم، والالتزام بالضوابط الشرعية.

وقد تم التعرض للصكوك الإسلامية من حيث مفهومها وخصائصها وأهدافها، بما تملكه من القدرة على توفير التمويل اللازم للمشروعات الحكومية والخاصة، وتميزها بالمواءمة بين المعضلات الثلاث: الربحية والسيولة والأمان من المخاطر.

كما تم التعرض لأنواع الصكوك الإسلامية، والتي تتسم بالتنوع نتيجة قيام آليات إصدارها وإدارتها على صيغ التمويل الإسلامية المتنوعة. وتتنوع تلك الصكوك لتشمل صكوك الإجارة، والسلم، والاستصناع، والمرابحة، والمشاركة، والمضاربة، والمزارعة، والمساقاة، والمغارسة، والوكالة.

وتناول الكتاب بعضًا من النماذج العملية لتجربة الصكوك الإسلامية في عدد من الدول الإسلامية في كلٍّ من: الأردن، وباكستان، وماليزيا، والبحرين، وقطر، والسعودية. كما تناول

آليات إصدار الصكوك الإسلامية من خلال التعرض لخطوات ومراحل إصدار الصكوك الإسلامية، وأطراف التعامل في إصدارها، والعلاقة بين طرفي عقد إصدارها، إضافة إلى الاكتتاب فيها.

وتناول الكتاب أيضًا آليات تداول الصكوك الإسلامية من خلال التعرض للضوابط الشرعية لتداولها، والضوابط الشرعية لاستردادها، والحكم الشرعي للمتاجرة فيها. كما تناول آليات توزيع أرباح وخسائر الصكوك الإسلامية من خلال التعرض لتوزيع أرباحها وخسائرها، والتقويم أو التنضيض الحكمي لأرباحها. وتعرض الكتاب لإطفاء الصكوك الإسلامية. وكذلك لمخاطر الصكوك الإسلامية، وخطوات وآليات إدارتها، والمعالجة الزكوية والمحاسبية لها، والرقابة المالية والشرعية عليها.

* * *

المَرَاجِع



أولًا: المراجع العربية:

١- القرآن الكريم.

٢- ابن أنس: مالك، « الموطأ »، تحقيق: محمد فؤاد عبد الباقي، دار إحياء الكتب العربية، عيسى البابي الحلبي وشركاه، (١٣٧٠هـ).

٣- ابن رشد الحفيد: أبو الوليد محمد بن أحمد بن محمد ابن أحمد بن رشد القرطبي، « بداية المجتهد ونهاية المقتصد »، دار الكتب الإسلامية، القاهرة، (١٩٨٣م).

٤- ابن قيم الجوزية: شمس الدين أبو عبد الله محمد ابن أبي بكر، « زاد المعاد في هدي خير العباد »، دار التقوى، القاهرة، بدون تاريخ نشر.

٥- ابن منظور: جمال الدين أبو الفضل محمد بن مكرم، « لسان العرب »، دار إحياء التراث العربي، بيروت، (١٩٩٤م).

٦- أبو غدة: د. عبد الستار، « الأجوبة الشرعية في التطبيقات المصرفية »، مجموعة دلة البركة، إدارة التطوير والبحوث، جدة، (١٩٩٢م، ١٩٩٣م).

٧- ــــــــــــــ، « الاستثمار في الأسهم والسندات »،

مجلة الاقتصاد الإسلامي، بنك دبي الإسلامي، العدد (١٩٠)، رمضان (١٤١٧هـ)، يناير - فبراير (١٩٩٧م).

٨- ـــــــــــــــــــــ، « بحوث في المعاملات والأساليب المصرفية الإسلامية »، جدة، (٢٠٠٢م).

٩- ـــــــــــــــــــــ، « ضوابط الاستثمار بالصكوك لإيجاد السوق الثانوية للتمويلات الإسلامية ».

١٠- الاتحاد الدولي للبنوك الإسلامية، « الموسوعة العلمية والعملية للبنوك الإسلامية »،الطبعة الأولى ، (١٣٩٨هـ).

١١- أحمد: د. عبد الرحمن يسري، « قضايا إسلامية معاصرة في النقود والبنوك والتمويل »، الدار الجامعية، الإسكندرية، (٢٠٠١م).

١٢- الأزدي: الإمام أبو داود سليمان بن الأشعث السجستاني، « سنن أبي داود »، دار الحديث، القاهرة، (١٤٠٨هـ - ١٩٨٨م).

١٣- الأساتذة المصريين والعرب، « معجم العلوم الاجتماعية »، تصحيح: إبراهيم مدكور، الهيئة المصرية العامة للكتاب، (١٩٧٥م).

١٤- إسماعيل: أون، « تطوير سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا »، ملتقى التجربة الماليزية في العمل المصرفي الإسلامي، الكويت، مارس (١٩٩٧م).

١٥- أنيس: د. إبراهيم، وآخرون، « المعجم الوسيط »، دار الأمواج، بيروت، بدون تاريخ نشر.

١٦- البغوي: الحسين بن مسعود، « شرح السنة »، دار الكتب العلمية، بيروت، الطبعة الأولى، (١٤١٢هـ).

١٧- بنك دبي الإسلامي، « فتاوي بنك دبي الإسلامي ».

١٨- بيت الزكاة، « أبحاث وأعمال مؤتمر الزكاة الأول »، الكويت، (١٤٠٤هـ - ١٩٨٤م).

١٩- جابر: محمد صالح، « الاستثمار بالأسهم والسندات »، بدون ناشر، بدون تاريخ نشر.

٢٠- جناحي: عبد اللطيف عبد الرحمن، « سندات السلم »، المؤتمر الاقتصادي الأول، المنعقد باسم حلقة للنقاش الأولى لاستكمال تطبيق الشريعة في المجال الاقتصادي، الكويت، ٦- ٨ فبراير (١٩٩٨م).

٢١- جوبست، كونزيل، ميلز، سي: آندي، بيتر، بول، أمادو، « الأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة، التمويل الإسلامي يشهد توسعًا سريعًا »، نشرة صندوق النقد الدولي، إدارة النظم المالية وأسواق رأس المال بصندوق النقد الدولي، ١٩سبتمبر (٢٠٠٧م).

٢٢- الجوهري: إسماعيل بن حماد، « تاج اللغة وصحاح العربية »، تحقيق: أحمد عبد الغفور عطا، دار العلم للملايين، بيروت، الطبعة الثانية، (١٣٩٩هـ - ١٩٧٩م).

٢٣- حامد: أحمد إسحاق الأمين، « الصكوك الاستثمارية الإسلامية وعلاج مخاطرها »، رسالة ماجستير، جامعة اليرموك، (١٤٢٦هـ)، تشرين الثاني (٢٠٠٥م).

٢٤- حسان: د. حسين حامد، « صكوك الاستثمار »، بحث مقدم لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، البحرين، (١٤٢٤هـ).

٢٥- -----------، « قابلية تداول أسهم الشركات والمؤسسات المالية »، ورقة عمل مقدمة إلى المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب التابع للبنك الإسلامي للتنمية بجدة، في ندوة الصناعة المالية الإسلامية بالإسكندرية، رجب (١٤٢١هـ)، أكتوبر (٢٠٠٠م).

٢٦- حماد: د. طارق عبد العال، « إدارة المخاطر (أفراد - إدارات - شركات - بنوك) »، الدار الجامعية، الإسكندرية، (٢٠٠٣م).

٢٧- الحنبلي: ابن رجب، « القواعد »، مكتبة الكليات الأزهرية، القاهرة، الطبعة. الأولى، (١٣٩١هـ).

٢٨- خوجة: د. عز الدين محمد، « صناديق الاستثمار الإسلامية »، مجموعة دلة البركة، إدارة التطوير والبحوث، جدة، الطبعة الأولى، (١٤١٤هـ - ١٩٩٣م).

٢٩- خوجة وآخرون: ---------، « المصارف العربية وصناعة صناديق الاستثمار »، اتحاد المصارف العربية، بيروت، (١٩٩٥م).

٣٠- الخياط: د. عبد العزيز، « الشركات في الشريعة الإسلامية والقانون الوضعي »، مؤسسة الرسالة، بيروت، الطبعة الثالثة، (١٩٨٧م).

٣١- الدسوقي: محمد بن عرفة الدسوقي، « حاشية الدسوقي على الشرح الكبير »، دار إحياء الكتب العربية، عيسى البابي الحلبي وشركاه، القاهرة، بدون تاريخ نشر.

٣٢- دوابه: د. أشرف محمد، « دراسات في التمويل الإسلامي »، دار السلام، القاهرة، (٢٠٠٧م).

٣٣- ---------------، « دور الأسواق المالية في تدعيم الاستثمار طويل الأجل في المصارف الإسلامية »، دار السلام، القاهرة، (٢٠٠٦م).

٣٤- ---------------، « صناديق الاستثمار في البنوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق »، دار السلام، القاهرة، (٢٠٠٤م).

٣٥- ---------------، « فوائد البنوك مبررات وتساؤلات »، دار السلام للنشر، القاهرة، (٢٠٠٨م).

٣٦- ---------------، « نحو دراسة جدوى إسلامية للمشروع »، دار السلام، القاهرة، (٢٠٠٨م).

٣٧- الرازي: محمد بن أبي بكر عبد القادر، « مختار الصحاح »، دار الكتاب العربي، بيروت، لبنان، بدون تاريخ نشر.

٣٨- الزرقا: د. محمد أحمد، « أحكام صكوك الاستثمار في شركات توظيف « تلقي » الأموال طبقًا للقانون رقم ١٤٦ لسنة (١٩٨٨م) دراسة مقارنة بالشريعة الإسلامية »، مطبعة السعادة، القاهرة، الطبعة الأولى.

٣٩- السامرائي: سعيد، « القاموس الاقتصادي الحديث »، مطبعة المعارف، بغداد، (١٩٨٠م).

٤٠- السعد: د. أحمد، « الأسواق المالية المعاصرة »، دراسة فقهية معاصرة، دار الكتاب الثقافي.

٤١- الشافعي: محمد بن إدريس، « الأم »، دار المعرفة، بيروت، (١٩٧٣م).

٤٢- الشايجي والحجي: وليد خالد، وعبد الله يوسف، « صكوك الاستثمار الشرعية »، بحث مقدم لمؤتمر المؤسسات المالية الإسلامية، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات، مايو (٢٠٠٥م)، (ص ٩٠٧، ٩٠٨).

٤٣- الشرباصي: د. أحمد، « المعجم الاقتصادي الإسلامي »، دار الجيل، بيروت، (١٤٠١هـ).

٤٤- شركة موديز للتصنيفات الائتمانية العالمية، « تقرير مراجعة (٢٠٠٧م) والنظرة المستقبلية لعام (٢٠٠٨م)، التمويل الإسلامي »، فبراير (٢٠٠٨م).

٤٥- صحيفة الاقتصادية السعودية، (١٣/ ١١/ ١٤٢٨هـ).

٤٦- العاني: قتيبة، « صكوك المضاربة الإسلامية »، بحث مقدم لمؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات آفاق وتحديات، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات، مارس (٢٠٠٧م).

٤٧- العثماني: محمد تقي، « الصكوك وتطبيقاتها المعاصرة »، ورقة مقدمة إلى المؤتمر السابع للهيئات الشرعية للمؤسسات

المالية الإسلامية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية بالبحرين، ٢٧ - ٢٨ مايو (٢٠٠٨م).

٤٨- علي: د. نادية أمين محمد، « صكوك الاستثمار الشرعية خصائصها وأنواعها »، بحث مقدم لمؤتمر المؤسسات المالية الإسلامية، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات، مايو (٢٠٠٥م).

٤٩- عمر: د. محمد عبد الحليم، « المعالجة المحاسبية لأرباح صناديق الاستثمار من منظور إسلامي » بحث مقدم إلى ندوة صناديق الاستثمار في مصر الواقع والمستقبل، مركز صالح عبد الله كامل، جامعة الأزهر، السبت (١٣من ذي القعدة ١٤١٧هـ)، الموافق (٢من مارس ١٩٩٧م).

٥٠- الفيومي: أحمد بن محمد بن علي، « المصباح المنير »، دار الكتب العلمية، بيروت، (١٩٩٤م).

٥١- « قانون سندات المقارضة »، وزارة الأوقاف والشؤون والمقدسات الإسلامية، عمان، الأردن، (١٤٠٢هـ - ١٩٨٢م).

٥٢- قحف: د. منذر، « سندات الإجارة والأعيان المؤجرة »، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، (١٤٢٠هـ).

٥٣- ------------، « سندات الاستثمار المتوسطة والطويلة الأجل »، الندوة الفقهية الخامسة، بيت التمويل الكويتي، الكويت، (٢-٤ نوفمبر ١٩٩٨م).

٥٤- القرة داغي: د. علي محيي الدين، « البدائل الشرعية

لسندات الخزانة العامة والخاصة »، أعمال الندوة الفقهية الثالثة، بيت التمويل الكويتي، (١٩٩٣م).

٥٥- ------------، « السندات القابلة للتحويل، حكمها والبديل الإسلامي »، حولية البركة، عدد ٢ رمضان (١٤٢١هـ)، ديسمبر (٢٠٠٠م).

٥٦- ------------، « بحوث في فقه البنوك الإسلامية »، دراسة فقهية واقتصادية، دار البشائر الإسلامية، بيروت، (٢٠٠٧م).

٥٧- القري: د. محمد بن علي، « كيف تتوافق الصكوك مع أحكام الشريعة الإسلامية »، ورقة مقدمة إلى المؤتمر السابع للهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، البحرين، ٢٢-٢٣ جمادى الأولى (١٤٢٩هـ)، ٢٧-٢٨ مايو (٢٠٠٨م).

٥٨- قطان: عبد الستار علي، « صكوك التمويل الإسلامية، ضوابط شرعية وقضايا تطبيقية »، مجلة النور، بيت التمويل الكويتي، العدد (١٩٦)، جمادى الآخرة (١٤٢٢هـ)، أغسطس (٢٠٠١م).

٥٩- الكراسنة: إبراهيم، « أطر أساسية ومعاصرة في الرقابة على البنوك وإدارة المخاطر »، صندوق النقد العربي، معهد السياسات الاقتصادية، أبو ظبي، مارس (٢٠٠٦م).

٦٠- « مجلة المستثمرون »، الكويت، العدد رقم (٢٠)، (١/٦/٢٠٠٣م).

٦١- مجلس الخدمات المالية الإسلامية، « مسودة مشروع متطلبات كفاية رأس المال لتصكيك الصكوك والاستثمارات العقارية »، ديسمبر (٢٠٠٧م).

٦٢- مجموعة دلة البركة، « الفتاوى الشرعية في الاقتصاد لندوات البركة من الأولى (١٤٠٣هـ) حتى السادسة (١٤١٠هـ) »، إدارة التطوير والبحوث، جدة، الطبعة الثالثة، (١٤١٣هـ - ١٩٩٣م).

٦٣- محمد: يوسف كمال، « المصرفية الإسلامية الأزمة والمخرج »، دار النشر للجامعات، مصر، القاهرة، الطبعة الثالثة، (١٩٩٨م).

٦٤- مسعود: جبران، « الرائد »، دار العلم للملايين، بيروت، لبنان، (٢٠٠٣م).

٦٥- منظمة المؤتمر الإسلامي: « آفاق وتحديات الصكوك »، محاضرة مقدمة في دورة التصكيك وتطبيقاته في المصارف الإسلامية، بالتعاون بين المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب بجدة، ومعهد الدراسات المصرفية التابع للبنك المركزي الأردني، الأردن، عمان، أبريل (٢٠٠٦م).

٦٦- ــــــــــــــــ، « مجلة مجمع الفقه الإسلامي الدولي »، (أعداد متفرقة).

٦٧- النووي: أبو زكريا يحيى الدين بن شرف، « شرح النووي على صحيح مسلم »، دار إحياء التراث العربي، بيروت، الطبعة الثانية، (١٣٩٢هـ).

٦٨- هندي: د. منير إبراهيم، « الفكر الحديث في مجال الاستثمار »، منشأة المعارف، الإسكندرية، (١٩٩٩م).

٦٩- ---------------، « أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية »، منشأة المعارف، الإسكندرية، (١٩٩٩م).

٧٠- هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، « المعايير الشرعية »، البحرين، (٢٠٠٧م).

٧١- ------------------، « معايير المحاسبة والمراجعة والضوابط للمؤسسات المالية الإسلامية »، البحرين، (٢٠٠٨م).

٧٢- وزارة الأوقاف والشؤون الإسلامية: « الموسوعة الفقهية »، الكويت، الطبعة الثانية، (١٩٨٩م).

٧٣- وزارة التربية والتعليم، « المعجم الوجيز لمجمع اللغة العربية »، مصر، (١٩٩٤م).

* * *

ثانيًا: المراجع الأجنبية:

1- Drucker, P., : "Economist, Drucker on financial services", Innovate or die, 5/9/1999.

2- Gonzalez, H., : "Regulutors try to reassure lawmakers on swap", American Bank (Oct. 29,1993).

3- Rehm, B., : "Regulutors try to reassure lawmakers on swap", American Bank (Oct. 29,1993).

4- Sole, J., : "Introducing Islamic Bank into Conventional Banking Systems", IMF Working Paper, WP/07/175.

***

السِّيرَةُ الذَّاتِيَّةُ لِلْمُؤَلِّف



* د. أشرف محمد دوابه.

* مواليد مدينة الرحمانية، محافظة البحيرة، (١٩٦٥م).

* بكالوريوس التجارة، جامعة الإسكندرية، (١٩٨٧م).

* ليسانس الشريعة والقانون، جامعة الأزهر، (٢٠٠٠م).

* دبلوم عام العلوم الإدارية، أكاديمية السادات للعلوم الإدارية، الإسكندرية، (١٩٩٤م).

* ماجستير إدارة الأعمال (تمويل واستثمار إسلامي)، أكاديمية السادات للعلوم الإدارية، القاهرة (٢٠٠٠م).

* دكتوراه إدارة الأعمال (تمويل واستثمار إسلامي)، أكاديمية السادات للعلوم الإدارية، القاهرة (٢٠٠٣م).

* عمل ببنك فيصل الإسلامي المصري (١٩٨٩ – ٢٠٠٦م)، وتولى الإشراف على قسمي الائتمان والمتابعة، فضلًا عن عضوية لجنة التوظيف والاستثمار بفرع البنك بدمنهور.

* خبير في المصرفية الإسلامية وأسواق المال بالمجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية بالبحرين.

* خبير ومستشار التدريب في عدد من مراكز التدريب في مصر والعالم العربي.

* أستاذ التمويل والاقتصاد الإسلامي المنتدب بكلية التجارة جامعتي الإسكندرية وبيروت العربية، وأكاديمية الإسكندرية للإدارة والمحاسبة (٢٠٠٥ - ٢٠٠٦م).

* رئيس قسم العلوم المالية والإدارية المساعد - حاليًّا - بكلية المجتمع جامعة الشارقة.

* شارك في العديد من المؤتمرات العلمية في الدول العربية بمصر، والسعودية، والأردن، والإمارات، والكويت، والجزائر والمغرب.

* يشارك في العديد من البرامج الاقتصادية في الفضائيات العربية.

* عضو الاتحاد العالمي لعلماء المسلمين.

* عضو جبهة علماء الأزهر.

* عضو الهيئة الإسلامية العالمية للاقتصاد والتمويل.

* عضو الجمعية المصرية للاقتصاد السياسي والإحصاء والتشريع.

* عضو جمعية إدارة الأعمال العربية.

* عضو نقابة التجاريين المصرية.

* له نحو ٢٥ بحثًا محكمًا في التمويل والاقتصاد الإسلامي.

* له ١٨ كتابًا في التمويل والاقتصاد الإسلامي.. هي:

- صناديق الاستثمار في البنوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق (الناشر المعهد العالمي للفكر الإسلامي بالولايات المتحدة الأمريكية بالاشتراك مع دار السلام بالقاهرة).

- دور الأسواق المالية في تدعيم الاستثمار طويل الأجل في المصارف الإسلامية (الناشر دار السلام بالقاهرة).

- نحو رجل أعمال إسلامي (الناشر دار السلام بالقاهرة).

- نحو سوق مالية إسلامية (الناشر دار السلام بالقاهرة).

- نحو بيت اقتصادي مسلم (الناشر دار السلام بالقاهرة).

- نحو سيدة أعمال مسلمة (الناشر دار السلام بالقاهرة).

- نحو جهاد اقتصادي مع انتفاضة الأقصى (الناشر المؤلف).

- نحو دراسة جدوى إسلامية للمشروع (الناشر دار السلام بالقاهرة).

- الكويز في المنظور الاقتصادي والشرعي (الناشر دار طيبة للنشر بالقاهرة).

- فوائد البنوك بين الإباحة والتحريم (الناشر دار خيري للنشر بالإسكندرية)

- دراسات في التمويل الإسلامي (الناشر دار السلام بالقاهرة).

- فوائد البنوك مبررات وتساؤلات (الناشر دار السلام بالقاهرة).

- الاستثمار والمضاربة في الأسهم والسندات من منظور إسلامي (الناشر دار السلام بالقاهرة).

- دروس اقتصادية من رمضان (الناشر دار السلام بالقاهرة).

- نحو جهاد اقتصادي لنصرة غزة (الناشر المؤلف).

- الاستثمار في الإسلام (الناشر دار السلام بالقاهرة).

- الأزمة المالية العالمية (الناشر دار السلام بالقاهرة).

* له عشرات المقالات الاقتصادية المنشورة في الصحف والمجلات ومواقع الإنترنت العربية والعالمية.

- له موقع على شبكة الإنترنت خاص بالاقتصاد الإسلامي www.drdawaba.com

* * *

رقم الإيداع

١٥٩٤٢/ ٢٠٠٩

الترقيم الدولي I. S. B. N

978 - 977 - 342 - 779 - 5

(من أجل تواصلٍ بنَّاء بين الناشر والقارئ)

عزيزي القارئ الكريم .. السلام عليكم ورحمة اللَّه وبركاته ..

نشكر لك اقتناءك كتابنا : « الصكوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق »

ورغبة منا في تواصلٍ بنَّاء بين الناشر والقارئ ، وباعتبار أن رأيك مهمٌّ بالنسبة لنا ، فيسعدنا أن ترسل إلينا دائمًا بملاحظاتك ؛ لكي ندفع بمسيرتنا سويًا إلى الأمام .

*** فهيَّا مارس دورك في توجيه دفة النشر باستيفائك للبيانات التالية :-**

الاسم كاملًا : .... **الوظيفة :** ....

المؤهل الدراسي : .... **السن :** .... **الدولة :** ....

المدينة : .... **حي :** .... **شارع :** .... **ص.ب:** ....

هاتف : ☐☐☐☐☐☐☐ / ☐☐☐☐☐☐☐☐☐☐ : e-mail

- من أين عرفت هذا الكتاب ؟

☐ أثناء زيارة المكتبة ☐ ترشيح من صديق ☐ مقرر ☐ إعلان ☐ معرض

....

- من أين اشتريت الكتاب ؟

اسم المكتبة أو المعرض : .... المدينة .... العنوان ....

....

- ما رأيك في أسلوب الكتاب ؟

☐ عادي ☐ جيد ☐ ممتاز (لطفًا وضح لِمَ) ....

....

- ما رأيك في إخراج الكتاب ؟

☐ عادي ☐ جيد ☐ متميز (لطفًا وضح لِمَ) ....

....

(من أجل تواصلٍ بنَّاء بين الناشر والقارئ)

(من أجل تواصل بنَّاء بين الناشر والقارئ)

- **ما رأيك في سعر الكتاب ؟** □ رخيص □ معقول □ مرتفع

(لطفًا اذكر سعر الشراء) .... العملة ....

- **هل صادفت أخطاء طباعية أثناء قراءتك للكتاب ؟**

□ لا يوجد □ نادرًا □ يوجد أخطاء مطبعية

لطفًا حدد موضع الخطأ ....

....

....

عزيزي انطلاقًا من أن ملاحظاتك واقتراحاتك سبيلنا للتطوير وباعتبارك من قرائنا فنحن نرحب بملاحظاتك النافعة . . . فلا تتوانَ ودَوِّن ما يجول في خاطرك : -

....

....

....

....

....

....

دعوة : نحن نرحب بكل عمل جاد يخدم العربية وعلومها والتراث وما يتفرع منه ، والكتب المترجمة عن العربية للغات العالمية - الرئيسية منها خاصة - وكذلك كتب الأطفال .

عزيزي القارئ أعد إلينا هذا الحوار المكتوب على

e-mail:info@dar-alsalam.com

أو ص.ب ١٦١ الغورية - القاهرة - جمهورية مصر العربية

لنراسلك ونزودك ببيان الجديد من إصداراتنا





تعد الصكوك الإسلامية من أبرز منتجات الصناعة المالية الإسلامية، وقد أصبحت تلك الصكوك واقعًا فرض نفسه في الساحة المالية العالمية، حتى ولت العديد من المؤسسات الإسلامية وغير الإسلامية وجهها إليها، لقدرتها على توفير الموارد التمويلية اللازمة للاستثمارات، فضلًا عن المواءمة بين المعضلات الثلاث: الربحية، والسيولة، والأمان من المخاطر.

وفي هذا الإطار يأتي هذا الكتاب ليتناول الصكوك الإسلامية من حيث مفهومها، وخصائصها، وأهدافها، وأهميتها، وأنواعها، ونماذجها، وآليات إصدارها وتداولها، وآليات توزيع أرباحها وخسائرها، وإطفائها، وإدارة مخاطرها، والمعالجة الزكوية والمحاسبية لها، والرقابة المالية والشرعية عليها.

الناشر

دار السلام للطباعة والنشر والتوزيع والترجمة

القاهرة - مصر - ١٢٠ شارع الأزهر - ص.ب ١٦١ الغورية
هاتف: ٢٢٧٠٤٢٨٠ - ٢٢٧٤١٥٧٨ - ٢٥٩٣٢٨٢٠ - ٢٤٠٥٤٦٤٢
فاكس: ٢٢٧٤١٧٥٠ (٢٠٢+)
الإسكندرية - هاتف: ٥٩٣٢٢٠٥ فاكس: ٥٩٣٢٢٠٤ (٢٠٣+)

www.dar-alsalam.com info@dar-alsalam.com


ISBN: 978-977-342-779-5